



**Politecnico
di Torino**

Politecnico di Torino

Collegio di Ingegneria Gestionale

Tesi di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale

Anno accademico 2025/2026

Sessione di Laurea Marzo/Aprile 2026

**Voto multiplo e voto plurimo nelle società
quotate: rischi e opportunità**

Relatore:

Rossella Rivaro

Candidato:

Henri Abdullaj

*La conclusione di un viaggio,
alla mia famiglia
e a tutti coloro che hanno arricchito
e colorato questa esperienza.*

INDICE

INTRODUZIONE.....	5
CAPITOLO 1:.....	8
Dal principio "One Share, One Vote" ai meccanismi di potenziamento del voto ..	8
1.1 Il dibattito teorico e storico sul principio OSOV	8
1.1.1 La proporzionalità tra rischio e potere come fondamento della Corporate Governance	8
1.1.2 La critica al principio: una prospettiva storica.....	10
1.2 I Control-Enhancing Mechanism (CEMs) nel panorama internazionale	13
1.2.1 Un cambio di paradigma: i meccanismi di potenziamento del controllo	13
1.2.2 Il contesto italiano pre-riforma 2014.....	17
CAPITOLO 2:.....	21
Il fenomeno migratorio verso l'Olanda.....	21
2.1 La concorrenza tra ordinamenti e il "Caso Olanda"	21
2.1.1 Il dibattito sull'autonomia della localizzazione della sede legale .	21
2.1.2 Il caso FCA: lo spartiacque delle grandi migrazioni italiane.....	26
2.1.3 Le altre grandi società quotate migrate	29
2.2 Il modello olandese	31
2.2.1 L'analisi della disciplina olandese	31
2.2.2 Il confronto con l'Italia	34
2.2.3 Le reali motivazioni dietro il fenomeno migratorio	35
CAPITOLO 3:.....	37
L'evoluzione della disciplina: la risposta del legislatore italiano	37
3.1 La riforma del 2014: una reazione al caso FCA	37
3.1.1 Introduzione del voto maggiorato e del voto multiplo.....	37
3.1.2 Un bilancio dell'applicazione	38
3.2 La Legge Capitali (L. 5 marzo 2024, n. 21): il potenziamento degli strumenti.....	45
3.2.1 Le motivazioni dietro l'introduzione	45

3.2.2	La modifica all'art 2351 c.c. e il nuovo moltiplicatore del voto plurimo	47
3.2.3	La nuova disciplina del voto maggiorato	49
3.2.4	Gli altri strumenti presenti nella legge Capitali	50
3.2.5	Un bilancio sui cinquanta anni di legislazione italiana in tema di diritti di voto.....	52
CAPITOLO 4:		55
Rischi vs opportunità: un'analisi empirica del mercato italiano		55
4.1	Un'analisi empirica sul voto maggiorato	55
4.1.1	I modelli considerati.....	55
4.1.2	Il quadro presente nel periodo delle loyalty share	56
4.1.3	Le ipotesi considerate.....	58
4.1.4	Gli effetti delle azioni a voto maggiorato: i risultati delle analisi.	68
4.2	Un bilancio del voto plurimo	70
4.2.1	L'adozione del voto plurimo nel mercato regolamentato	70
4.2.2	Il voto plurimo nel mercato di crescita per le PMI: un'analisi empirica	71
4.2.3	Considerazioni sull'impatto del voto plurimo in Italia	73
CAPITOLO 5:		75
La nuova disciplina italiana nel contesto europeo e prospettive future		75
5.1	L'armonizzazione europea: la Direttiva sulle "Multiple-Vote Share Structures"	75
5.1.1	Ambito di applicazione e finalità	75
5.1.2	Le tutele minime previste per le minoranze	77
5.2	Un confronto tra la Legge Capitali e la Direttiva europea	78
5.2.1	Le tutele delle minoranze: il modello italiano a confronto con la Direttiva	78
5.2.2	Confronto tra tutele italiane ed europee per le minoranze azionarie	80
5.3	Prospettive de iure condendo: possibili correttivi in sede di attuazione della delega.....	82
5.3.1	La necessità di introdurre maggiori tutele per bilanciare il potere del socio di controllo.....	82
5.3.2	Proposte operative e conclusioni.....	84

CONCLUSIONI.....	87
BIBLIOGRAFIA	91
SITOGRAFIA.....	94

INTRODUZIONE

Il principio *One Share, One Vote*, a lungo considerato il dogma fondamentale della *Corporate Governance* e pilastro della democrazia azionaria, sta attraversando a livello globale una fase di profonda erosione. La crescente competizione internazionale tra le piazze finanziarie per attrarre nuove quotazioni e la necessità di assecondare le esigenze di stabilità dei soci di controllo hanno spinto i legislatori a introdurre strumenti di potenziamento del diritto di voto, scardinando il principio di proporzionalità tra rischio economico sopportato e potere decisionale esercitato.

In questo scenario di accesa concorrenza tra ordinamenti unionali, l'Italia ha assistito ad un'emorragia interna: la migrazione di grandi gruppi industriali verso giurisdizioni straniere, in particolare l'Olanda dotata di un sistema più flessibile e vantaggiosa per i soci di controllo. Tali ordinamenti risultano infatti attraenti per la presenza di minori oneri ed il minor rischio di scalate ostili.

Per arginare il fenomeno migratorio e rilanciare la competitività del mercato nazionale, il legislatore ha intrapreso un progressivo percorso di apertura alla deviazione dal principio *OSOV* tramite due riforme: il decreto Competitività (D.L. 91/2014) e la recente innovazione apportata dalla Legge Capitali (L. 21/2024).

Il presente lavoro di tesi si propone di indagare in modo critico l'evoluzione, le opportunità e i potenziali rischi legati agli istituti del voto maggiorato e del voto plurimo nelle società quotate italiane. La domanda di ricerca che orienta l'intero studio mira a comprendere se il significativo potenziamento di tali strumenti, avvenuto con la Legge Capitali, costituisca una reale opportunità di sviluppo e di rilancio per il mercato dei capitali italiano o se, al contrario, rischi di cristallizzare il controllo a discapito degli investitori, con effetti negativi sulla contendibilità delle imprese e sulle tutele degli interessi delle minoranze azionarie.

Per rispondere a tale quesito, lo studio è stato strutturato in cinque capitoli, seguendo un percorso che unisce l'analisi storico-normativa, l'evidenza empirico-statistica e il diritto comparato.

Il primo capitolo affronta i fondamenti teorici del principio di proporzionalità tra rischio e potere. Si analizzano le ragioni economiche e giuridiche che hanno portato ad un progressivo allontanamento da tale dogma esplorando la natura e la *ratio* dei *Control Enhancing Mechanisms* quali strumenti adeguati a coniugare la necessità di raccogliere capitali e al contempo mantenere la stabilità proprietaria. La trattazione procede analizzando il panorama italiano preesistente alla riforma del 2014.

Il secondo capitolo sposta l'attenzione sulle dinamiche della competizione normativa in Europa. Attraverso l'esame del principio della libertà di stabilimento si indagheranno le sentenze della Corte di Giustizia che hanno portato all'ascesa del *regulatory shopping*. A tal proposito, si analizzerà il caso emblematico che ha fatto da apripista per le future migrazioni in Olanda: il trasferimento della sede legale della Fiat nei Paesi Bassi con la nascita di FCA come società di diritto olandese. Dopo una ricognizione sulle altre imprese italiane che hanno seguito tale rotta, l'indagine si focalizzerà sulla disciplina societaria olandese, investigando le ragioni della sua attrattività.

Il terzo capitolo ricostruisce la risposta del legislatore italiano a tale pressione competitiva. L'analisi ripercorrerà l'evoluzione della disciplina italiana in tema di voto multiplo e plurimo, cominciando dall'introduzione del voto multiplo nella formula del raddoppio del diritto di voto, all'introduzione cauta del voto plurimo con il decreto Competitività del 2014. Seguirà un'analisi empirica che indagherà il tasso di adozione di questi strumenti. Si procede analizzando le motivazioni che hanno spinto il legislatore a intervenire sullo stesso tema dieci anni dopo ed esaminando le novità introdotte dalla Legge Capitali.

Il quarto capitolo adotta un approccio empirico per valutare gli effetti del voto potenziato sul mercato italiano. In particolare, saranno esaminati gli impatti dell'adozione del voto multiplo sulle performance aziendali, sulla struttura proprietaria e sulle dinamiche di governance, avvalendosi dei principali studi statistici dedicati al contesto italiano con attenzione alla significatività dei risultati, così da evidenziarne benefici e potenziali criticità. La trattazione prosegue con l'analisi dei recenti contributi empirici in tema di voto plurimo, soffermandosi in

particolare, sul mercato *Euronext Growth Milan*: valutando i tassi di adozione dello strumento ed esaminando gli statuti delle società quotate nel mercato di crescita delle PMI, al fine di evidenziare le implicazioni in termini di tutela delle minoranze.

Il quinto e ultimo capitolo, infine, colloca la disciplina italiana nel delicato processo di armonizzazione promosso dalla Direttiva UE 2024/2810. La direttiva europea viene esaminata con un focus specifico sulle misure di salvaguardia esplorando i meccanismi di funzionamento delle clausole di tramonto. A tal riguardo, si procederà con un esame di diritto comparato delle misure di salvaguardia presenti, in tema di voto plurimo, nei principali Stati membri. A conclusione del lavoro, verranno formulate proposte operative *de iure condendo* per il recepimento della Direttiva in Italia: dall'introduzione di una regola di neutralizzazione del voto in caso di OPA, fino all'adozione statutaria di *sunset clauses* ibride governate dal principio del *comply or explain* per tutelare gli investitori e promuovere la competitività del sistema.

CAPITOLO 1:

Dal principio "One Share, One Vote" ai meccanismi di potenziamento del voto

1.1 Il dibattito teorico e storico sul principio OSOV

1.1.1 La proporzionalità tra rischio e potere come fondamento della Corporate Governance

Per analizzare il principio di proporzionalità tra rischio e potere è opportuno partire da una breve riflessione sul concetto di Corporate Governance. Numerose sono le definizioni formulate in letteratura: tra le più note, quella proposta da Shleifer e Vishny che definiscono la Corporate Governance come *“the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment”*¹. Tale definizione evidenzia la finalità con cui le imprese adottano strumenti di monitoraggio e controllo volti a garantire agli investitori la corretta gestione dei capitali, nella prospettiva di rafforzare il rapporto tra impresa e mercato permettendo così un migliore accesso al finanziamento.

Un’interpretazione più ampia è offerta da Maugeri, che la descrive come *“l’insieme delle regole e dei processi che definiscono come le decisioni strategiche vengono assunte, implementate e monitorate, al fine di garantire l’allineamento tra interessi degli stakeholder e obiettivi aziendali”*².

Tra gli strumenti di governance societaria, la struttura dei diritti di voto riveste un ruolo fondamentale in quanto traduce la frazione di rischio economico sostenuto dall’azionista in potere decisionale anche se in modo indiretto. Il dibattito teorico sul tema è variegato e riflette i diversi ordinamenti. Per quanto riguarda il contesto europeo, si concentra principalmente su due approcci: il principio *One Share, One*

¹ A. SHLEIFER, R. W. VISHNY, *A Survey of Corporate Governance*, in *The Journal of Finance*, 1997, II, p. 737 ss.

² M. MAUGERI, *Corporate Governance e assemblea dei soci nella Rivista di Diritto Commerciale del Novecento*, in *Riv. dir. comm.*, 2023, I, p. 831 ss.

Vote (OSOV), secondo cui ogni azione conferisce un voto, ed una struttura non proporzionale dei diritti di voto. La legislazione americana, profondamente staccata da quella euro-continentale per approccio e dimensioni aziendali, presenta invece la contrapposizione tra la struttura OSOV e le *Dual Class Share*³, che prevedono classi di azioni con diritti di voto differenti.

Le azioni rappresentano la partecipazione del socio al capitale sociale e agli utili sottoforma di diritto ai dividendi; nel caso delle società per azioni (S.p.A), tale distribuzione avviene su proposta del Consiglio di Amministrazione (CdA) e deliberazione dell'assemblea dei soci.

Dopo questa precisazione, si può introdurre un aspetto centrale della disciplina: la proporzionalità tra rischio d'impresa e potere conferito dal titolo azionario. Essere titolari di una quota della società implica la partecipazione, per quella frazione, ai risultati economici positivi o negativi e all'eventuale perdita del capitale investito. A questo rischio si contrappone il potere, proporzionale alla partecipazione posseduta, di incidere, seppure in modo indiretto⁴, nelle decisioni di gestione tramite la nomina dei membri del collegio sindacale in fase di assemblea dei soci, i quali si occupano del controllo formale della gestione degli amministratori.

In questo lavoro saranno considerate le società per azioni quotate, nelle quali il potere gestorio è affidato in modo esclusivo agli amministratori, in virtù dell'*art 2380 bis del c.c.*⁵. In tali società, il potere degli azionisti si manifesta principalmente nella nomina del CdA in sede assembleare.

Elemento cardine diventa dunque la relazione biunivoca tra quanto si investe nella società e quanto si ha facoltà di incidere nelle scelte strategiche. Il principio OSOV assicura che ogni azione conferisca un voto, garantendo che un maggiore capitale

³ Le azioni a doppia classe (dual-class shares) dividono i diritti di voto tra due categorie: una con diritto di voto plurimo riservate ai fondatori della società, l'altra con voto limitato o nullo per il mercato, pur ricevendo entrambe la stessa quota di dividendi.

⁴ Il controllo dei soci è indiretto in quanto è loro facoltà il ricorso all'azione di responsabilità e l'approvazione del bilancio.

⁵ Amministrazione e controllo, la norma sancisce che "la gestione dell'impresa [...] spetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale".

esposto al rischio corrisponda a maggiori responsabilità economiche e a un potere decisionale proporzionale.

La struttura classica dell'OSOV mantiene quindi una relazione valutata positivamente nell'ambito della Corporate Governance poiché, come teorizzato da Grossman e Hart⁶, la struttura dei diritti di voto influenza l'esito di una potenziale scalata, tema centrale nella contendibilità del controllo. Dal loro contributo emerge che la struttura ottimale per favorire il ricambio del management è quella con una sola classe di azioni, dotate di uguali diritti patrimoniali e di voto⁷.

1.1.2 La critica al principio: una prospettiva storica

Sebbene il principio di proporzionalità tra rischio e potere, convenzionalmente riassunto nella formula "One Share, One Vote" sia da tempo considerato un pilastro della *corporate governance*, la sua validità non è stata esente da critiche. Il dibattito sulle deviazioni da tale principio ha radici storiche profonde, che riflettono una tensione persistente tra diverse concezioni della proprietà e del controllo societario. Un'analisi della dottrina giuridica italiana del primo Novecento offre un contesto storico rilevante per comprendere la genealogia di questa critica.

Il confronto dottrinale dell'epoca era animato dalla necessità di adeguare le strutture societarie a un panorama economico in rapida evoluzione. L'ascesa della grande impresa aveva innescato una progressiva separazione tra la proprietà, sempre più frammentata, e la gestione professionale, dando origine a quella che Giovanni Emanuele Colombo, in un saggio del 1962, definì la "passività razionale"

⁶ S. GROSSMAN e O. HART (1988) analizzano come la struttura dei diritti di voto incida sulla contendibilità del controllo societario, mostrando come un sistema fondato sul principio *One Share, One Vote* favorisce l'efficienza allocativa e il ricambio del management. Gli autori distinguono tra manager orientati alla massimizzazione del valore dell'impresa ("capaci") e manager mossi dalla ricerca di benefici privati ("incapaci"), evidenziando come i primi riescano a mantenere il controllo in caso di tentativo di scalata da parte di manager "incapaci", o, viceversa, possano acquisirlo quando il management in carica sia guidato da interessi personali. "Under the assumption that the buyer's private benefit is likely to be small relative to the incumbent's, we prove that one share/one vote" and $\alpha = 0.5$ (majority rule) is optimal." S. GROSSMAN, O. HART, *One share/one vote and the market for corporate control*, NBER Working Paper No. 2347, 1987, pag 5.

⁷ "il principio un'azione-un-voto è ottimale [...] perché forza chiunque voglia ottenere il controllo della società ad acquisire una quota del flusso di dividendi della società commisurata a tale controllo". O. HART, *Imprese, contratti e struttura finanziaria*, Giuffrè editore, Milano, 1998, pag. 239.

dell'azionista⁸. Tale fenomeno, riconducibile tanto alle asimmetrie informative tra soci dispersi e gruppo di controllo, quanto alla diversificazione del portafoglio che rendeva irrazionale per il piccolo risparmiatore un impegno attivo nel monitoraggio, stava erodendo la centralità dell'organo assembleare.

In questo scenario, emersero due visioni contrapposte. Da un lato, Cesare Vivante, in un celebre scritto del 1925⁹, si fece promotore dell'introduzione delle azioni a voto plurimo come strumento pragmatico per contrastare le «manovre speculative alimentate sia dalla spersonalizzazione dell'investimento, sia dalla crescente dissociazione tra voto e interesse», fenomeno oggi noto come *empty voting*. La sua proposta mirava a superare l'intermediazione assembleare affidando a un nucleo stabile di azionisti il ruolo di "delegati", con la funzione di assicurare la stabilità del governo societario e consentire agli amministratori di elaborare piani industriali a lungo termine, contrastandone al tempo stesso l'*entrenchment*¹⁰. Vivante, inoltre, vedeva nel voto plurimo un istituto idoneo a favorire la «trasformazione di imprese familiari e personali in società anonime»¹¹, anticipando un obiettivo di politica del diritto oggi più che mai attuale¹².

Alla visione pragmatica di Vivante si oppose fermamente Giancarlo Frè, il quale temeva che tale strumento avrebbe portato «alla conseguenza di abolire praticamente quell'essenzialissimo organo sociale che è l'assemblea». In una serie

⁸ G. COLOMBO, *In tema di azionariato popolare*, in *Rivista del Diritto Commerciale*, 1962, I, p. 314.

M. MAUGERI, *Corporate Governance e assemblea dei soci nella Rivista di Diritto Commerciale* del Novecento, 2024, I, pag 88

⁹ C. VIVANTE, *Progetti di riforma sul voto plurimo nelle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1925, I, p. 431 ss.. Cfr MAUGERI, *Corporate Governance e assemblea dei soci*, p. 90.

¹⁰ Con il termine *entrenchment* (o radicamento) manageriale si intende la situazione in cui i manager o il gruppo di controllo stabilizzano la propria posizione, rendendone difficile la sostituzione. Il voto plurimo di Vivante mirava a prevenire l'*entrenchment* del management (conflitto verticale) ma rischiava di creare un *entrenchment* del socio di controllo (conflitto orizzontale tra gli azionisti).

¹¹ Il termine "società anonime" era la denominazione in uso nel diritto italiano dell'epoca per indicare l'attuale Società per Azioni (S.p.A.). Il riferimento all'anonimato sottolinea la responsabilità limitata dei soci mentre nelle società di persone, illimitatamente responsabili, si può risalire ai soci che rispondono qui con il loro patrimonio. Cfr. M. MAUGERI, *Corporate Governance e assemblea dei soci*, p. 90.

¹² L'esigenza di favorire la quotazione delle imprese, specialmente quelle a matrice familiare, mantenendo la stabilità del controllo, è al centro di recenti iniziative di politica del diritto sia a livello nazionale (cfr. il Libro Verde su "La competitività dei mercati finanziari a supporto della crescita" del marzo 2022) sia europeo (cfr. Proposta di direttiva del dicembre 2022, n. 2022/0406 (COD)).

di scritti del 1926¹³, Frè sosteneva che la creazione di "azioni di comando" avrebbe snaturato l'assemblea, riducendola a una «larva di quello che è nel sistema della legge» e violando i principi democratici a tutela delle minoranze. Uno scontro analogo si ritrovava anche in Germania negli stessi anni: il dibattito giuridico tedesco era diviso tra i sostenitori delle *Mehrstimmaktien*¹⁴ e i detrattori che ne denunciavano il rischio di un assolutismo manageriale.

Lo scontro tra l'approccio orientato alla stabilità di Vivante e la difesa del modello democratico-assembleare di Frè si arricchì di una terza via con la Mniriforma delle S.p.A. del 1974. L'introduzione delle azioni di risparmio, radicalmente prive del voto ma dotate di privilegi patrimoniali, rappresentò, come osserva Maugeri, una «risposta esattamente speculare alla proposta di Vivante»¹⁵. Seguendo le idee di Giuseppe Ferri, il legislatore prese atto dell'ineluttabilità della "proprietà senza potere" e scelse non di rafforzare il voto di alcuni, ma di formalizzare la rinuncia al voto di altri per «rafforzare la sua posizione patrimoniale di fronte alla inesistenza di un effettivo potere». La separazione funzionale tra i soci, in cui si distingue l'azionista interessato solo all'investimento da quello interessato al controllo, troverà la sua piena consacrazione nella riforma del diritto societario del 2003, che amplierà la libertà statutaria di creare categorie di azioni¹⁶.

Questo dibattito storico dimostra che la critica al principio OSOV è una questione connaturata alla struttura stessa della società per azioni, basata sul dilemma tra

¹³ G. FRÈ, *Le azioni a voto plurimo in Italia*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, p. 489 ss.. Cfr. M. MAUGERI, *Corporate Governance e assemblea dei soci*, p.91

¹⁴ Il dibattito tedesco sulle *Mehrstimmaktien* (azioni a voto plurimo) si concentrava su due poli ideologici. Da una parte la visione contraria alle azioni a voto plurimo nella filosofia Verwaltungabsolutismus (assolutismo degli amministratori) che enfatizzava il rischio di un eccessivo e incontrastato potere manageriale. Visione opposta era invece rappresentata dalla corrente Überfremdungsschutz (protezione contro l'immigrazione), difensori delle azioni a voto plurimo in quanto esso rappresentasse uno strumento protettivo per le imprese tedesche contro possibili scalate straniere ostili, problema questo che preoccupava la Germania di quell'epoca "a causa dell'iperinflazione che rendeva assai conveniente per gli investitori stranieri rastrellare azioni denominate in marchi". M. MAUGERI, *Corporate Governance e assemblea dei soci nella Rivista di Diritto Commerciale del Novecento*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2024, I, pag 91 nota 41. Sul tema si rinvia a M. CASPERS, *Das Zukunftsfinanzierungsgesetz*, in *ZHR* 187 (2023), pag 20 ss.

¹⁵ M. MAUGERI, *Corporate Governance e assemblea dei soci nella Rivista di Diritto Commerciale del Novecento*, in *Giurisprudenza commerciale*, n. 1-2024, p. 92.

¹⁶ Il legislatore italiano ha formalmente e ampiamente recepito questa distinzione funzionale con la riforma del diritto societario del 2003 (D.Lgs. 6/2003), che, modificando l'Art. 2348 c.c., ha ampliato la libertà statutaria di creare categorie di azioni fornite di diritti diversi, inclusi quelli inerenti al voto e alla partecipazione agli utili.

stabilità del controllo e tutela della democrazia assembleare. Tale tensione, inquadrabile nella moderna teoria dell'agenzia¹⁷, si è tradotta a livello internazionale in una varietà di meccanismi di potenziamento del controllo (Control-Enhancing Mechanisms - CEMs). L'analisi che segue esaminerà le principali deviazioni dal principio OSOV, evidenziando come i legislatori cerchino di bilanciare l'esigenza di agevolare l'accesso al mercato dei capitali con la necessità di prevedere adeguate tutele per gli investitori esterni.

1.2 I Control-Enhancing Mechanism (CEMs) nel panorama internazionale

1.2.1 Un cambio di paradigma: i meccanismi di potenziamento del controllo

Come rilevato dalla dottrina, il principio OSOV ha progressivamente acquisito un valore "suppletivo o dispositivo, più che di norma cogente"¹⁸ negli ordinamenti europei. Questo paradigma è stato eroso dall'emergere dei cosiddetti Control-Enhancing Mechanisms (CEMs), strumenti che consentono una separazione tra l'esposizione economica (diritti ai flussi di cassa) e i diritti di voto, permettendo a determinati azionisti nelle figure dei fondatori o delle famiglie controllanti di esercitare un controllo più che proporzionale rispetto alla loro partecipazione al capitale¹⁹.

La letteratura ha identificato una tassonomia di questi meccanismi, che alterano la proporzionalità OSOV secondo strumenti diversi:

¹⁷ Il dibattito può essere analizzato attraverso le lenti della teoria dell'agenzia. La proposta di Vivante può essere letta come un tentativo di mitigare il conflitto verticale (tra manager e azionisti), rafforzando il potere di monitoraggio di un azionista di controllo stabile. Al contrario, le preoccupazioni di Frè evidenziano il rischio di aggravare il conflitto orizzontale (tra azionisti di maggioranza e di minoranza). Per una formalizzazione della teoria, v. M. JENSEN, W. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, p. 305 ss.

¹⁸ F. AGOSTINI, V. NOVEMBRE, *La Direttiva in tema di azioni a voto plurimo nell'era della Capital Markets Union: cui prodest?*, in *Riv. soc.*, 2024, pag. 699.

¹⁹ Cfr. S. SAGGESE, *Control-Enhancing Mechanisms (CEMs)*, 2020, citato in F. AGOSTINI, V. NOVEMBRE, *La Direttiva*, cit., p. 699; M. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 138 (che definisce l'OSOV come "corollario della diretta correlazione tra il capitale di rischio e il potere decisionale").

1. Azioni a voto plurimo: rappresentano la deroga più diretta al principio OSOV. Il nostro ordinamento, con la modifica apportata dal legislatore del 2024 riguardante l'articolo 2351 del Codice civile, dispone la possibilità che lo statuto possa prevedere la creazione di azioni con diritto di voto plurimo fino ad un massimo di dieci voti.
2. Azioni a voto maggiorato (loyalty shares): rappresentano una "forma premiale per gli azionisti in virtù della loro 'fedeltà'"²⁰, attribuendo diritti di voto aggiuntivi che maturano solo dopo un periodo di detenzione continuativa del titolo e perdono questo potere alla vendita dell'azione. Questo strumento incentiva l'azionariato stabile e contrasta le pressioni speculative e gli obiettivi di breve periodo dei manager.
3. Strutture piramidali e partecipazioni incrociate²¹. Sono meccanismi che permettono di controllare società operative attraverso catene di holding o legami reciproci, moltiplicando l'effetto leva²² del controllo con un investimento economico ridotto a livello della capogruppo. In *figura 1.1* viene mostrato un esempio di gruppo piramidale mostrando come la controllante è in grado di estendere il controllo su società di cui non ha direttamente il controllo.

²⁰ F. AGOSTINI, V. NOVEMBRE, *La Direttiva*, cit., p. 700.

²¹ Si parla di partecipazioni incrociate tra società quotate o tra controllata e controllante quando una società possiede azioni dell'altra e viceversa. Questo meccanismo altera la consistenza patrimoniale delle società coinvolte sottraendo potere ai piccoli azionisti. Per queste motivazioni sono previsti limiti al loro possesso.

²² Si definisce come il rapporto tra l'unità di capitale proprio controllato (diritti di voto) e le unità di capitale possedute. Un effetto leva di 4 unità, ad esempio, mostra come con diritti patrimoniali posseduti pari a 1 si può avere diritti di voto pari a 4 unità.

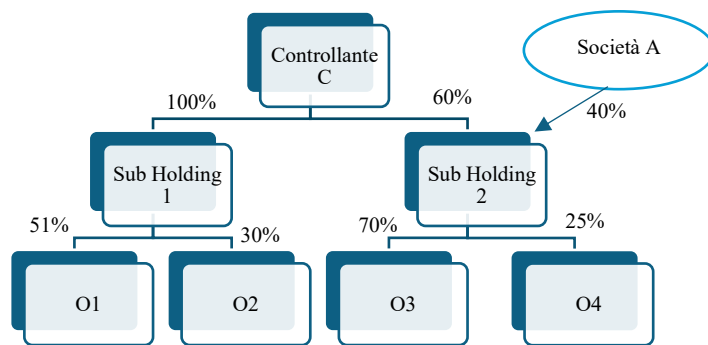


Figura 1.1: Esempio di piramide societaria in cui la Controllante C controlla la società operativa O1 con un capitale investito del 51%. Possiamo anche vedere come O3 venga controllata da C detenendo solamente $60\% \times 70\% = 42\%$ del capitale investito. Vediamo infine come la società A, possedendo il 40% della SH2 possa beneficiare dei flussi di cassa di O4 possedendo diritti patrimoniali per il 10%.

4. Limitazioni statutarie al voto: clausole che deviano dalla proporzionalità limitando il potere di voto dei grandi azionisti. Tra queste figurano i tetti massimi di voto (*voting caps*) che impediscono ad un singolo azionista di votare oltre una certa soglia del capitale e il voto scalare, strumento ormai desueto ma storicamente rilevante che prevedeva "un incremento dei diritti di voto esercitabili meno che proporzionale rispetto alla partecipazione detenuta"²³.

5. Separazione tra voto e rischio economico: strumenti che portano al fenomeno del cosiddetto *empty voting*, definito come il possesso e l'esercizio dei diritti di voto senza la relativa esposizione al rischio economico (i *cash-flow rights*)²⁴. Il derivante disallineamento è considerato problematico in quanto incentiva decisioni di voto opportunistiche o potenzialmente distruttive del valore dell'azienda, data l'impunità economica del votante che non subisce le ripercussioni economiche delle decisioni.

²³ S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCiano, *La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo*, in *Quaderni giuridici Consob*, n. 5, 2014, p. 20. Si parla di scala perché si riduce il peso del voto oltre ad una determinata percentuale di capitale. Si tratta di un CEM atipico in quanto la sua finalità è limitare l'influenza del socio di controllo.

²⁴ Questo disallineamento può essere ottenuto tecnicamente attraverso l'uso di "strumenti finanziari derivati o prestito titoli". Cfr. F. AGOSTINI – V. NOVEMBRE, *La Direttiva*, cit., p. 702. Per la trattazione esaustiva del fenomeno si veda H.T.C. HU - B.S. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in *South. Calif. L. Rev.*, 2006, p. 811 ss.

Storicamente, l'uso di deviazioni dall'OSOV non è recente²⁵, ma la loro diffusione ha avuto un andamento non lineare.

Negli Stati Uniti, dopo una fase di forte ostilità verso le *dual-class shares* a metà del XX secolo, culminata nei divieti del NYSE²⁶, si è assistito a una netta rinascita a partire dagli anni '80. Questa inversione fu guidata dalla "competizione tra le borse" (NYSE vs. Nasdaq/Amex), con le seconde che usavano la flessibilità sulle strutture di voto come leva per attrarre le IPO di nuove società, specialmente quelle tecnologiche²⁷.

In Europa, dopo “una progressiva convergenza degli ordinamenti verso il principio OSOV” nei primi anni 2000, si è registrata “un'inversione di tendenza”²⁸. Numerosi Stati membri, tra cui la Francia, storicamente fautrice del voto maggiorato, ha rafforzato le *loyalty share* con la *Loi Florange* (2014) per incentivare l'azionariato di lungo periodo²⁹. Persino la Germania, tradizionalmente molto rigida e ancorata all'OSOV (con divieti nell'*Aktiengesetz*), ha recentemente invertito rotta con il *Zukunftsfinanzierungsgesetz* (*ZuFinG*) per aumentare la propria attrattività³⁰. Anche Spagna, Belgio e Paesi Bassi hanno adottato o potenziato riforme simili, così come importanti piazze finanziarie asiatiche (Singapore, Hong Kong)³¹. Un'analisi dell'OCSE (2023) evidenziava come il 55% dei 49 ordinamenti analizzati ammettesse già la maggiorazione del voto o il voto plurimo³².

Questo cambio di paradigma globale è guidato da una pluralità di obiettivi, spesso intrecciati:

²⁵ Cfr. M. MAUGERI, *Corporate Governance e assemblea dei soci nella Rivista di Diritto Commerciale del Novecento*, in *Giur. comm.*, 2024, I, pp. 90-91; F. AGOSTINI – V. NOVEMBRE, *La Direttiva*, cit., p. 698.

²⁶ S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCiano, *La deviazione*, cit., p. 42. NYSE è l'acronimo di New York Stock Exchange.

²⁷ Cfr. C. ANGELICI, *Variazioni su voto plurimo e maggiorato*, in *Giur. comm.*, 2025, I, p. 174; F. AGOSTINI – V. NOVEMBRE, *La Direttiva*, cit., p. 698.

²⁸ F. AGOSTINI, V. NOVEMBRE, *La Direttiva*, cit., pp. 698-700.

²⁹ Cfr. S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCiano, *La deviazione*, cit., pp. 33 ss.; F. AGOSTINI, V. NOVEMBRE, *La Direttiva*, cit., p. 712.

³⁰ Cfr. F. AGOSTINI, V. NOVEMBRE, *La Direttiva*, cit., p. 709, nt. 69; C. ANGELICI, *Variazioni*, cit., p. 169.

³¹ Per la Spagna: F. AGOSTINI, V. NOVEMBRE, *La Direttiva*, cit., p. 709, nt. 67. Per le piazze asiatiche: C. ANGELICI, *Variazioni*, cit., p. 177.

³² F. AGOSTINI – V. NOVEMBRE, *La Direttiva*, cit., p. 700. La sigla internazionale dell'ente è Organization for Economic Co-operation and Development.

- Incentivare le IPO e l'accesso ai mercati: permettere ai soci di controllo di società (specialmente tecnologiche o familiari) di "mantenere il controllo anche a seguito della quotazione"³³, superando il timore della diluizione che costituisce un deterrente all'accesso ai mercati pubblici³⁴;

- Contrastare lo *short termism*: incentivare gli investimenti di lungo periodo, come promosso dalla Commissione Europea, specialmente attraverso l'uso delle *loyalty shares*³⁵;

- Difesa da scalate ostili: proteggere le società nazionali da acquisizioni indesiderate, specialmente in periodi di vulnerabilità economica³⁶;

- Concorrenza tra ordinamenti (*regulatory shopping*): adeguare la normativa nazionale per rendere l'ordinamento attrattivo ed evitare la "fuga" di società verso giurisdizioni più flessibili, come il noto caso delle migrazioni di società italiane verso i Paesi Bassi³⁷ che verrà approfondito nel prossimo capitolo di questo lavoro di tesi.

L'adozione dei CEMs segna quindi un allontanamento pragmatico dal dogma della proporzionalità OSOV, in risposta alle complesse esigenze dei mercati finanziari globalizzati³⁸.

1.2.2 Il contesto italiano pre-riforma 2014

In seguito alla riforma del diritto societario del 2003 (D.Lgs. 6/2003) l'ordinamento italiano, pur avendo introdotto una maggiore flessibilità statutaria nella creazione di categorie speciali di azioni in relazione a interessi contrapposti, mantiene un forte vincolo riguardo ai meccanismi di potenziamento diretto del voto. La Riforma del

³³ GHEZZI - URBANI, *Il voto multiplo nella riforma a sostegno della competitività dei mercati dei capitali*, in Riv. soc., 2024, p. 669; S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCiano, *La deviazione*, cit., p. 53.

³⁴ F. GHEZZI, F. URBANI, *Il voto multiplo nella riforma*, cit., p. 671 (citando la Direttiva UE).

³⁵ S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCiano, *La deviazione*, cit., p. 9 (riferendosi al Piano d'Azione UE 2012 e al Libro Verde 2013).

³⁶ Cfr. S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCiano, *La deviazione*, cit., pp. 24-25, 43; M. MAUGERI, *Corporate Governance*, cit., p. 90.

³⁷ Cfr. F. GHEZZI, F. URBANI, *Il voto multiplo nella riforma*, cit., p. 672;

³⁸ M. MAUGERI, *Corporate Governance*, cit., p. 93, nota 45.

2003 aveva infatti ampliato le possibilità di derogare al principio *One Share, One Vote* prevalentemente in senso "negativo", consentendo l'emissione di azioni prive del diritto di voto³⁹, con diritto di voto limitato a specifici argomenti o subordinato al verificarsi di condizioni non meramente potestative (art. 2351, comma 2, c.c.); diritto di voto condizionato (come ad esempio la possibilità di voto se registrate perdite al di sopra di una certa soglia) nonché, per le sole società non quotate, azioni con voto scalare o a tetto massimo (art. 2351, comma 3, c.c.). Nonostante questa apertura del legislatore, però, la stessa Riforma aveva contestualmente ribadito l'espresso divieto di emettere azioni a voto plurimo, come sancito dall'art. 2351, comma 4, c.c. nel testo allora vigente⁴⁰. Questo divieto rappresentava un ostacolo significativo per le società, specialmente quelle quotate o in procinto di quotarsi, che intendevano strutturare il capitale per consolidare il controllo statutariamente, al di là degli strumenti indiretti.

In questo contesto normativo, i meccanismi di potenziamento del controllo (CEMs) disponibili, soprattutto per le società quotate, erano di natura prevalentemente indiretta o esterna alla disciplina statutaria del voto:

1. gruppi piramidali: storicamente il meccanismo *de facto* più diffuso in Italia, permetteva una leva finanziaria sul controllo attraverso holding sovrapposte, massimizzando la separazione tra diritti di voto e diritti ai flussi di cassa diminuendo l'investimento.
2. azioni prive di voto o a voto limitato: la strategia principale per raccogliere capitali senza diluire il controllo consisteva nell'emettere per il mercato strumenti con diritti di voto sterilizzati:

³⁹ Le azioni prive di diritto di voto prendono il posto delle azioni di risparmio, queste ultime introdotte nell'ordinamento con la Miniriforma del 1974. Le azioni di risparmio non hanno registrato un grande successo per la sottovalutazione del mercato in caso di OPA. Queste azioni, infatti, essendo escluse dalla premiazione di controllo, sono state sempre meno impiegate finendo in disuso e lasciando posto alle azioni senza diritto di voto (utilizzate anche tuttora da grandi società, tra le quali anche Google che utilizza una struttura multi-class share in cui una classe di azioni è senza diritti di voto).

⁴⁰ Art. 2351, comma 4, Codice civile (testo in vigore dal 1° gennaio 2004 al 24 giugno 2014): «Salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni con diritto di voto limitato a particolari argomenti, o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Non possono emettersi azioni a voto plurimo».

- azioni di risparmio (art. 145 TUF): questa categoria di azioni era riservata alle società quotate, si tratta di azioni prive di voto ma con diritto al dividendo rafforzato con meccanismi quali dividendi minimi garantiti, precedenza nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale rispetto alle altre categorie di azioni. La finalità di queste azioni era di inseguire le esigenze dell'azionista-risparmiatore, incentivare quindi i piccoli azionisti a intervenire nel mercato borsistico. Rappresentavano la risposta alla constatata passività del piccolo azionista, ma il loro scarso successo ne limitò l'efficacia come CEM⁴¹;
 - azioni privilegiate (art. 2348 c.c.): con voto limitato a fronte di privilegi economici;
 - azioni correlate: attribuiscono gli utili ai risultati di un certo settore della società, si richiede che la società sia complessivamente in utile ma permette di vincolarsi ad un progetto che l'investitore ritiene meritevole.
3. patti parasociali (artt. 122-123 TUF): accordi contrattuali tra soci (sindacati di voto o di blocco) per cristallizzare equilibri di potere al di fuori dello statuto stabilizzando gli assetti proprietari, ma con limiti intrinseci di durata (validità massima di 5 anni), trasparenza (per le quotate) ed efficacia solo *inter partes*⁴².

La rigidità del quadro legale rispetto a CEMs più diretti spinse la prassi a ricercare soluzioni finanziarie innovative. È in questo contesto in cui si colloca l'elaborazione delle *azioni sviluppo*⁴³. Si trattava di un'architettura che combinava l'assenza di voto

⁴¹ Cfr. M. MAUGERI, *Corporate Governance e assemblea dei soci nella Rivista di Diritto Commerciale del Novecento*, in *Giur. comm.*, 2024, I, p. 92, nt. 43, che cita H. MANNE sulla sottovalutazione delle azioni di risparmio dovuta all'esclusione dal premio di controllo in caso di OPA.

⁴² I patti parasociali, pur efficaci *inter partes*, presentavano limiti strutturali (durata, non opponibilità ai terzi) rispetto a clausole statutarie. La loro disciplina nel TUF mirava a garantirne la trasparenza verso il mercato tramite obblighi di pubblicità.

⁴³ S. ALVARO, A. CIAVARELLO, D. D'ERAMO, N. LINCiano, *La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, in *Quaderni giuridici* n. 5, 2014, pag. 28 nt. 75. Queste azioni, introdotte dal legislatore nel 2003, non hanno diritto di voto ma sono caratterizzate da un privilegio patrimoniale rafforzato: una maggiorazione percentuale al dividendo rispetto alle

(tipica delle azioni di risparmio) con una clausola statutaria di conversione automatica in azioni ordinarie in caso di OPA o perdita di controllo. L'obiettivo era superare uno dei principali limiti delle azioni di risparmio tradizionali, garantendo ai possessori la partecipazione al premio di maggioranza.

Da questo quadro emerge in modo lampante come la pluralità di strumenti offerti dal legislatore nel sistema italiano pre-2014, pur non essendo monoliticamente ancorato all'OSOV e offrendo alternative indirette o contrattuali, mancava di meccanismi statutari diretti e flessibili (come il voto plurimo o il voto maggiorato) per il potenziamento del controllo nelle società quotate. Questa limitazione strutturale rendeva l'ordinamento nazionale meno attraente per quelle imprese che consideravano la stabilità del controllo un prerequisito fondamentale per l'accesso e la permanenza sul mercato dei capitali, evidenziando un possibile svantaggio competitivo rispetto a giurisdizioni percepite come più permissive in materia di CEMs. Nel prossimo capitolo analizzeremo il fattore attrattività di ordinamenti esteri e le ragioni delle grandi migrazioni di società italiane in quegli anni.

azioni ordinarie stabilito in fase di emissione. Tali titoli si convertono automaticamente in azioni ordinarie al momento della perdita della maggioranza del capitale da parte del socio di controllo di diritto della società. In tal modo tali azioni diventano oggetto di OPA obbligatoria.

CAPITOLO 2:

Il fenomeno migratorio verso l'Olanda

2.1 La concorrenza tra ordinamenti e il “Caso Olanda”

2.1.1 Il dibattito sull'autonomia della localizzazione della sede legale

Il Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE) contiene la base giuridica per comprendere i casi più celebri trattati dalla Corte di Giustizia sul tema del diritto di stabilimento⁴⁴. L'articolo 49 garantisce il diritto di costituire e gestire imprese in un altro Stato membro dell'Unione⁴⁵, mentre l'articolo 54 estende tale diritto alle società basandosi su tre criteri di collegamento alternativi: la sede sociale, l'amministrazione centrale o il centro di attività principale all'interno dell'UE⁴⁶.

Il percorso giuridico che ha portato alla libertà di stabilimento è storicamente iniziato con il caso Centros (1999)⁴⁷. La corte ha affrontato il caso di Centros Ltd, una società validamente costituita nel Regno Unito (Paese che adotta la teoria dell'incorporazione) da cittadini danesi che intendevano svolgere l'attività commerciale esclusivamente in Danimarca (Paese che adottava la teoria della sede

⁴⁴ Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea, Capo 2, articoli 49 ss. (diritto di stabilimento), in *Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea*, C 326, 2012, p. 67 ss.

⁴⁵ “Nel quadro delle disposizioni che seguono, le restrizioni alla libertà di stabilimento dei cittadini di uno Stato membro nel territorio di un altro Stato membro vengono vietate. Tale divieto si estende altresì alle restrizioni relative all'apertura di agenzie, succursali o filiali, da parte dei cittadini di uno Stato membro stabiliti sul territorio di un altro Stato membro. La libertà di stabilimento importa l'accesso alle attività autonome e al loro esercizio, nonché la costituzione e la gestione di imprese e in particolare di società ai sensi dell'articolo 54, secondo comma, alle condizioni definite dalla legislazione del paese di stabilimento nei confronti dei propri cittadini, fatte salve le disposizioni del capo relativo ai capitali”. Art. 49 TFUE, ex art. 43 del TCE, in *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea*, 2012.

⁴⁶ “Le società costituite conformemente alla legislazione di uno Stato membro e aventi la sede sociale, l'amministrazione centrale o il centro di attività principale all'interno dell'Unione, sono equiparate, ai fini dell'applicazione delle disposizioni del presente capo, alle persone fisiche aventi la cittadinanza degli Stati membri. Per società si intendono le società di diritto civile o di diritto commerciale, ivi comprese le società cooperative, e le altre persone giuridiche contemplate dal diritto pubblico o privato, ad eccezione delle società che non si prefiggono scopi di lucro”. Art. 54 TFUE, ex art. 48 del TCE, in *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea*, 2012.

⁴⁷ E. BARCELONA, *Le migrazioni olandesi di grandi gruppi italiani: libertà di stabilimento e diritto societario imperativo*, in *Rivista delle società*, n. 4-2024, p. 619.

reale). Le autorità danesi rifiutarono la registrazione della succursale, sostenendo che la società eludeva in questo modo le norme nazionali sul capitale minimo appellandosi all'articolo 52 del TFUE. La Corte di Giustizia dispose che, secondo gli articoli 49 e 54 del Trattato, gli Stati membri non possono rifiutare il riconoscimento di una società validamente costituita secondo il diritto di un altro Stato membro. Il fatto che la società sia stata costituita in Inghilterra per eludere le norme della legislazione danese circa il capitale minimo a 200.000 DKR⁴⁸ non si può imputare come causa di diniego di registrazione⁴⁹. Tale decisione ha di fatto sancito la prevalenza della teoria dell'incorporazione ai fini del diritto unionale⁵⁰ e ha legittimato il ricorso al cosiddetto *regulatory shopping*⁵¹.

Altra sentenza rilevante in tale ambito è rappresentata dalla sentenza *Überseering* (2002). Il caso riguardava una società di diritto olandese (*Überseering BV*) che, in seguito al trasferimento della proprietà a due cittadini tedeschi che ne acquisirono il controllo, si è vista negare dal tribunale tedesco la personalità giuridica e processuale. La difesa tedesca verteva sulla teoria della sede reale per la quale, trasferendo la sede effettiva in Germania, la società nata nei Paesi Bassi avesse perso la personalità giuridica in Germania. Il caso fu portato davanti alla Corte di Giustizia che si pronuncia a favore della società in questione: in base agli articoli 49 e 54 del TFUE stabilendo che “una società costituita conformemente alla normativa di uno Stato membro sul cui territorio essa ha la sede sociale, esercita

⁴⁸ Norma relativa alla liberazione del capitale minimo, legge n. 886 del 21/12/1991 del diritto danese.

⁴⁹ “Le autorità dello Stato membro interessato possono adottare tutte le misure idonee a prevenire o sanzionare le frodi, sia nei confronti della stessa società, eventualmente in cooperazione con lo Stato membro nel quale essa è costituita, sia nei confronti dei soci rispetto ai quali sia dimostrato che essi intendono in realtà, mediante la costituzione di una società, eludere le loro obbligazioni nei confronti dei creditori privati o pubblici stabiliti nel territorio dello Stato membro interessato”. Dispositivo Corte di Giustizia del 3 giugno 1997, *Centros Ltd contro Erhvervs- og Selskabsstyrelsen*, in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:61997CJ0212>.

⁵⁰ Sentenza della Corte di Giustizia, 9 marzo 1999, C-212/97, *Centros Ltd contro Erhvervs- og Selskabsstyrelsen*, in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:61997CJ0212>. La Corte di Giustizia ha stabilito che la Danimarca non poteva rifiutare di registrare una succursale di Centros (costituita nel Regno Unito), anche se questa intendeva svolgere la totalità delle sue attività operative (la sede effettiva) in Danimarca, Paese che imponeva un capitale minimo molto più elevato per le società nazionali (adottando la teoria della sede reale). La Corte ha stabilito che la Danimarca non poteva rifiutare di registrare una succursale di Centros, poiché il rifiuto costituiva una restrizione ingiustificata alla libertà di stabilimento (Art. 49 TFUE).

⁵¹ Si tratta della pratica di scegliere intenzionalmente un ordinamento giuridico a cui assoggettare la società.

la sua libertà di stabilimento in un altro Stato membro [...] impongano a quest'ultimo di rispettare la capacità giuridica e, quindi la capacità processuale". Pur confermando la libertà di stabilimento, la Corte ha ammesso l'esistenza di una "clausola di salvaguardia", specificando che "ragioni imperative di interesse generale" (come la tutela dei creditori, dei soci di minoranza, dei lavoratori o del fisco) possono giustificare restrizioni a tale libertà ma che "tali obiettivi non possono tuttavia giustificare il fatto che venga rifiutata la capacità giuridica"⁵².

Successivamente, il caso Inspire Art (2003)⁵³ ha ulteriormente rafforzato e ampliato la tesi espressa dai casi Centros e Überseering. Il tema centrale della questione riguardava il fatto che una società conformemente costituita in Inghilterra potesse svolgere esclusivamente la sua attività (vendita di opere d'arte) in un altro Stato membro, tramite succursale, senza assoggettarsi a norme dello Stato ospitante. La camera di commercio olandese pretendeva l'inserimento della menzione "*società formalmente straniera*" nel registro delle società in modo da poter applicare a questa le norme olandesi circa il capitale minimo e la responsabilità dell'amministratore. L'intervento della Corte di Giustizia sancì che gli obblighi di pubblicità previsti dall'ordinamento olandese WFBV non potessero essere applicati in quanto non presenti nell'undicesima direttiva⁵⁴. In aggiunta, gli articoli 49 e 54 del TFUE "*ostano ad una normativa nazionale, come la Wet op e formeel buitenlandse vennootschappen, che subordini l'esercizio della libertà di stabilimento a titolo secondario in tale Stato, da parte di una società costituita secondo la legislazione di un altro Stato membro, a determinate condizioni, relative al capitale minimo e alla responsabilità degli amministratori [...] i motivi per cui la società è stata costituita nel primo Stato membro, nonché il fatto che essa eserciti*

⁵² Sentenza Corte di Giustizia, 5 novembre 2002, C-208/00, *Überseering BV contro Nordic Construction Company Baumanagement GmbH (NCC)*, in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A62000CJ0208>

⁵³ Riguarda la società costituita nel Regno Unito *Inspire Art Ltd.*, una private company limited by shares con capitale sociale molto esiguo che intendeva aprire una succursale nei Paesi Bassi (trasferimento della sede effettiva, mantenendo nel Paese di origine la sede legale e assoggettandosi a tale legislazione) seppur operasse nei Paesi Bassi e con amministratore unico della società olandese.

⁵⁴ L'articolo 2 di tale direttiva europea sancisce gli atti e le indicazioni che le succursali devono presentare allo Stato ospitante come obbligo di pubblicità. *Undicesima direttiva 89/666/CEE del Consiglio*, del 21 dicembre 1989, in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:31989L0666>

la sua attività esclusivamente, o quasi, nello Stato membro di stabilimento, non la privano, salvo che sia dimostrata caso per caso l'esistenza di un abuso, del diritto di avvalersi della libertà di stabilimento garantita dal Trattato CE”⁵⁵. Con il caso Inspire Art emerge come lo Stato ospitante deve non rifiutare la registrazione di una società estera (caso Centros), riconoscere la capacità giuridica della stessa (caso Überseering) ma anche astenersi dal sovrapporre la propria *lex societatis* (anche *specialis*) a quella dello Stato di incorporazione⁵⁶.

Se la giurisprudenza fino a *Inspire Art* aveva liberalizzato il riconoscimento in entrata, la sentenza Cartesio⁵⁷ (2008) ha rappresentato un significativo freno alla migrazione in uscita. Il caso riguardava una società ungherese che intendeva trasferirsi in Italia, nella città di Gallarate, mantenendo però la legge ungherese. La disciplina di origine della società però prevedeva che la sede della società fosse dove si trova la sede direttiva e respingeva la domanda di iscrizione presso il registro italiano. La Corte di Giustizia ha stabilito che lo Stato di origine ha il diritto di definire il proprio criterio di collegamento (*ius constitutionis*) e, pertanto, può legittimamente imporre la liquidazione e la perdita della personalità giuridica alla società che sposta la sua sede effettiva all'estero, ponendo di fatto un blocco alla migrazione⁵⁸.

Un passo avanti rispetto al caso Cartesio è rappresentato dall'esito della sentenza Vale⁵⁹ (2012). La società italiana voleva trasferire la propria sede sociale in

⁵⁵ Sentenza Corte di Giustizia, 30 settembre 2003, *Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam contro Inspire Art Ltd*, C-167/01, in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A62001CJ0167>.

⁵⁶ Cfr. E. BARCELLONA E., *Le migrazioni olandesi di grandi gruppi italiani*, p. 623.

⁵⁷ Società conformemente costituita in Ungheria in data 20 maggio 2004 come Società in Accomandita Semplice, iscritta nel registro delle imprese ungheresi nel 11 giugno 2004. Sentenza Corte di Giustizia, 16 dicembre 2008, *CARTESIO Oktató és Szolgáltató bt*, C-210/06, in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A62006CJ0210>

⁵⁸ Cfr. E. BARCELLONA, *Le migrazioni olandesi di grandi gruppi italiani*, p. 625.

⁵⁹ VALE Costruzioni Srl è una società a responsabilità limitata italiana costituita nel 2000 ed iscritta nel registro delle imprese il 16 novembre 2000. Il 13 febbraio 2006 l'autorità incaricata alla tenuta del registro a Roma ha proceduto alla cancellazione di tale società dal registro venendo incontro alla richiesta della società del 3 febbraio di essere cancellata dal registro segnalando che intendeva trasferire la sede sociale e le proprie attività in Ungheria. Come risulta dal fascicolo, il registro indica, sotto il titolo “Cancellazione e trasferimento della sede”, che “la società si è trasferita in Ungheria”.

Sentenza Corte di Giustizia, 12 luglio 2012, *VALE Építési kft*, C-378/10, in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A62010CJ037>, punto 9 e seguenti.

Ungheria e operare secondo il diritto ungherese, per questo il direttore della società aveva approvato lo statuto della VALE Építési kft (una società a responsabilità limitata di diritto ungherese). Visto il rifiuto di iscrizione nel registro delle società ungheresi il caso venne portato davanti alla Corte che rileva la differenza di trattamento emersa nell'ordinamento ungherese: consentiva la trasformazione delle società interne ma rifiutare le trasformazioni transfrontaliere. Alla luce del principio di equivalenza ed effettività la Corte sancì che *“gli articoli 49 TFUE e 54 TFUE [...] ostano, rispettivamente, a che lo Stato membro ospitante [...] rifiuti, per le trasformazioni transfrontaliere, di ammettere la menzione della società che ha chiesto la trasformazione in quanto «dante causa», se tale menzione della società dante causa nel registro delle imprese è prevista per le trasformazioni interne”*⁶⁰.

Infine, la sentenza Polbud⁶¹ (2017) sottolinea l'evoluzione del percorso legislativo europeo in tema di libertà di stabilimento. La controversia riguardava il fatto che, secondo l'ordinamento polacco⁶², la società doveva essere liquidata preventivamente motivo per il quale, la società ora lussemburghese si vide rigettare la domanda di cancellazione dal registro delle imprese polacco. La Corte di Giustizia ha stabilito che la libertà di stabilimento comprende la piena facoltà di trasformazione transfrontaliera, ossia il diritto di cambiare la propria *lex societatis*, attraverso il mero trasferimento della sede legale, senza che lo Stato di origine possa imporre la liquidazione⁶³. Con *Polbud* si è dunque consacrata la piena mobilità delle società nell'Unione Europea e la prevalenza del criterio della sede legale.

⁶⁰ Cfr Sentenza Corte di Giustizia, *VALE Építési kft*, punto 62.

⁶¹ Polbud è una società a responsabilità limitata stabilita a Łąck (Polonia) che intende trasferire la propria sede legale in Lussemburgo. In base alla delibera del 28 maggio 2013 la sede legale della Polbud è stata trasferita in Lussemburgo e la società ha abbandonato la denominazione «Polbud» per assumere quella di «Consoil Geotechnik». La società chiese la cancellazione dal registro delle imprese polacco ma si vide respinta la domanda. Sentenza della Corte, 25 ottobre 2017, *Causa promossa da Polbud - Wykonawstwo sp. z o.o.*, C-106/16, in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A62016CJ0106>.

⁶² Articolo 272 del codice delle società commerciali polacco prevede: «Lo scioglimento della società avviene dopo il compimento della liquidazione, nel momento della cancellazione della società dal registro». Sentenza della Corte, *Causa promossa da Polbud - Wykonawstwo sp. z o.o.*, punto 4.

⁶³ Cfr. E. BARCELLONA, *Le migrazioni olandesi di grandi gruppi italiani*, p. 628.

2.1.2 Il caso FCA: lo spartiacque delle grandi migrazioni italiane

L'evoluzione della giurisprudenza europea sulla libertà di stabilimento ha trovato la sua prima applicazione strategica in Italia con il caso Fiat (*figura 2.1*).



Figura 2.1: Oggi diventata Stellantis N.V., il gruppo automobilistico multinazionale nato nel gennaio 2021 dalla fusione paritetica tra Fiat Chrysler Automobiles (FCA) e PSA Group. Stellantis ha sede legale nei Paesi Bassi e controlla un vasto portafoglio di marchi storici, tra cui Alfa Romeo, Citroën, Fiat, Jeep, Lancia, Maserati, Opel e Peugeot.

Il trasferimento della sede legale di Fiat S.p.A. nei Paesi Bassi ha rappresentato uno spartiacque nella storia del diritto societario italiano⁶⁴ per il fenomeno migratorio creato e per la necessità sentita dal nostro legislatore di porvi rimedio.

L'operazione, approvata dal Consiglio di Amministrazione di Fiat nel gennaio 2014⁶⁵ e la cui delibera assembleare è stata ratificata il 1° agosto 2014⁶⁶ (*figura 2.2*), è consistita nella creazione di una nuova holding di diritto olandese, Fiat Chrysler Automobiles N.V. (FCA)⁶⁷.

⁶⁴ “Non una società qualsiasi ma la società storicamente più importante del listino nell’arco di almeno un secolo [...] ha votato con i piedi scegliendo di essere disciplinata dal diritto societario di un altro paese”. L. ENRIQUES, *Concorrenza tra ordinamenti e migrazioni opportunistiche: che fare?*, in *Riv. soc.*, 2024, p. 596.

⁶⁵ M. PASSADOR, *Game of Votes: Loyalty Shares and the New Battleground for Corporate Control*, *European Business Organization Law Review* 2024, p. 7.

⁶⁶ FCA N.V. (ex Fiat S.p.A.), *Comunicato Stampa: Approvazione della Fusione Transfrontaliera*, 1° agosto 2014, in <https://www.media.stellantis.com/it-it/fca-archive/press/approvazione-della-fusione-transfrontaliera-che-dara-vita-a-fiat-chrysler-automobiler-n-v-f-c-a>.

⁶⁷ F. AGOSTINI, V. NOVEMBRE, *La Direttiva in tema di azioni a voto plurimo nell’era della Capital Markets Union: cui prodest?*, in *Riv. soc.*, 2024, p. 713.



Figura 2.2: Sergio Marchionne (CEO di Fiat S.p.A.) annuncia la nascita di FCA N.V., orchestratore della fusione inversa transfrontaliera, l'operazione gli permise di aggirare il divieto italiano sul voto plurimo adottando il sistema olandese delle Azioni a Voto Speciale (*Loyalty Shares*) per consolidare il controllo del gruppo (*Exor*).

Di seguito lo schema presentato dal CEO:

- schema tecnico: l'operazione è stata realizzata attraverso una fusione inversa transfrontaliera (o *cross-border reverse merger*)⁶⁸. Come dettagliato nel Progetto Comune di Fusione, la società italiana "Fiat S.p.A." (definita incorporanda) è stata fusa nella sua controllata totalitaria olandese "Fiat Investments N.V." (definita incorporante), che è stata contestualmente rinominata FCA N.V.⁶⁹.

- dissociazione sede legale/effettiva: dal documento del Comune di fusione si evince come tale operazione ha comportato il trasferimento della sola sede legale ad Amsterdam⁷⁰ e della sede fiscale nel Regno Unito⁷¹, mantenendo però la sede amministrativa a Torino⁷². Pertanto, non si è trattato di una migrazione

⁶⁸ Si tratta della tecnica di fusione per la quale la società controllata (*survivor*) assorbe la società controllante (*merging company*). Nel caso FCA, ha consentito alla controllata olandese di sopravvivere, trasferendo il domicilio legale in Olanda.

⁶⁹ Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera Fiat S.p.A. e Fiat Investments N.V., 2014, p. 1, in https://www.stellantis.com/content/dam/stellantis-corporate/archives/fca/past-corporate-transactions/merger-of-fiat-s-p-a-with-and-into-fiat-investments-n-v/it/01_Merger_Plan.pdf.

⁷⁰ Ivi, p. 10.

⁷¹ Ivi, p. 11.

⁷² Ivi, p. 13

dell'impresa, ma di una "importazione in Italia del diritto olandese"⁷³. In figura 2.3 è riportato uno schema riassuntivo del processo.

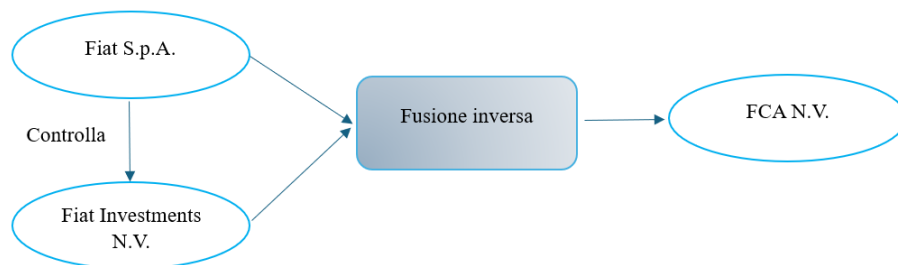


Figura 2.3: fusione transfrontaliera FCA: risultato strutturale che porta alla nascita di FCA con sede legale nei Paesi Bassi.

- motivazioni ufficiali vs. reali: ufficialmente, la società ha motivato il trasferimento indicando l'adozione di una “forma societaria solida e investor friendly”, “un migliore accesso al capitale” e la promozione di una “base azionaria stabile” attraverso il voto di fedeltà⁷⁴. Quest'ultimo punto rileva la motivazione strategica più rilevante: un caso di arbitraggio normativo⁷⁵. Al momento della decisione (inizio 2014), l'ordinamento italiano, nonostante la riforma del 2003, manteneva un divieto assoluto di emettere azioni a voto plurimo (ex art. 2351, comma 4, c.c.)⁷⁶. La famiglia Agnelli, tramite la holding Exor, temendo la diluizione del proprio controllo a seguito della fusione con Chrysler, cercava uno strumento per consolidare il proprio potere. L'operazione di FCA di assoggettarsi al diritto olandese del 2014 ha rappresentato una svolta per il panorama societario italiano, basandosi sulla libertà di stabilimento sancita dalle norme del TFUE e forte delle sentenze Centros, Überseering e Vale.

L'Olanda offriva un'"amplissima autonomia statutaria"⁷⁷ necessaria per consolidare il controllo, lo schema di fusione prevedeva l'emissione di "Azioni a Voto Speciale" (le loyalty shares)⁷⁸. Queste, venivano assegnate in aggiunta alle

⁷³ E. BARCELLONA, *Le migrazioni olandesi di grandi gruppi italiani*, cit., p. 614.

⁷⁴ L. SCHIUMA, *L'attrattività dei piani di fedeltà olandesi*, in *Riv. soc.*, 2024, p. 736.

⁷⁵ L. ENRIQUES, *Concorrenza tra ordinamenti e migrazioni opportunistiche*, cit., p. 596.

⁷⁶ S. ALVARO - A. CIAVARELLA - D. D'ERAMO - N. LINCiano, *La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo*, *Quaderni giuridici CONSOB*, n. 5, 2014, p. 29.

⁷⁷ cfr L. ENRIQUES, *Concorrenza tra ordinamenti e migrazioni opportunistiche*, cit., p. 600.

⁷⁸ Cfr Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera Fiat S.p.A. e Fiat Investments N.V., 2014, p. 6.

azioni ordinarie e solo agli azionisti "*legittimati che abbiano validamente richiesto di riceverle*" (un meccanismo opt-in)⁷⁹ tramite il quale si assegnava un voto aggiuntivo per ogni azione posseduta dai titolari al fine di consolidare l'assetto proprietario premiando il mantenimento del titolo.

L'elemento strategico decisivo è stato il "fast track" (maturazione accelerata): il beneficio del voto doppio fu infatti concesso non solo agli azionisti che avrebbero detenuto le azioni per un futuro periodo di tre anni, ma, anche a chi poteva dimostrare un possesso ininterrotto a partire dalla "record date" (23 luglio 2014) dell'Assemblea e fino alla data di efficacia della fusione⁸⁰. Questo meccanismo ha permesso ad Exor di ottenere immediatamente la maggiorazione del voto, assicurandosi il controllo assoluto della nuova entità creata in Olanda e neutralizzando gli effetti diluitivi della fusione⁸¹.

La migrazione della Fiat dal diritto italiano ebbe un effetto tale da costringere il legislatore a una "concorrenza difensiva": per arginare la fuga di altre società fu introdotto, per la prima volta in Italia, l'istituto delle loyalty shares con lo strumento del voto maggiorato e l'introduzione del voto plurimo con il D.L. 91/2014⁸².

2.1.3 Le altre grandi società quotate migrate

L'operazione di FCA del 2014 ha agito da apripista, dimostrando la fattibilità dell'arbitraggio normativo e innescando un fenomeno migratorio, definito "fuga dall'Italia"⁸³ che ha coinvolto numerose altre società quotate italiane.

In un primo momento, la strategia è stata seguita dalle altre società della "galassia Agnelli", consolidando la struttura di controllo della famiglia attraverso la *lex*

⁷⁹ Ivi, pp. 6-7.

⁸⁰ Ivi, p. 7; cfr. FCA N.V. (ex Fiat S.p.A.), *Comunicato Stampa: Approvazione della Fusione Transfrontaliera*, 1° agosto 2014, in <https://www.media.stellantis.com/it-it/fca-archive/press/approvazione-della-fusione-transfrontaliera-che-dara-vita-a-fiat-chrysler-automobiler-n-v-f-c-a>.

⁸¹ E. BARCELLONA, *Le migrazioni olandesi di grandi gruppi italiani...*, cit., p. 649.

⁸² M. PASSADOR, *Game of Votes...*, cit., p. 8; F. GHEZZI - F. URBANI, *Il voto multiplo nella riforma...*, cit., p. 669.

⁸³ E. BARCELLONA, *Le migrazioni olandesi di grandi gruppi italiani: libertà di stabilimento e diritto societario imperativo*, in *Riv. soc.*, 2024, p. 610.

societatis olandese⁸⁴. Tuttavia, il fenomeno ha assunto una rilevanza sistemica preoccupante quando anche altri importanti gruppi industriali esterni alla famiglia Agnelli hanno intrapreso la medesima strada. Tra i casi più noti figurano il gruppo Campari⁸⁵, il colosso dei materiali da costruzione Cementir (migrazione efficace nel 2019)⁸⁶ e Mediaset (che ha creato la holding olandese MFE - MediaForEurope)⁸⁷. Infine, recentemente, citiamo il produttore di sistemi frenanti Brembo che ha completato la migrazione nel 2024⁸⁸.

È inoltre interessante analizzare il caso di due società non quotate che decidono di intraprendere il percorso secondo la normativa olandese. Ariston (settore comfort termico) e Zegna (settore abbigliamento di lusso), le quali hanno scelto di costituirsi direttamente come *Naamloze Vennootschap (N.V.)*⁸⁹ olandese prima di procedere alla quotazione avvenute nel 2021⁹⁰.

La motivazione cardine dietro a queste decisioni di migrazione è analoga al caso FCA: il *regulatory shopping*⁹¹ con lo scopo di trasferire valore dai soci di minoranza a quelli di maggioranza (spesso soci di controllo delle società). La migrazione nei Paesi Bassi era diretta a reperire un ordinamento giuridico che, in materia di meccanismi di rafforzamento del controllo (Control Enhancing Mechanisms o CEMs), risulta ben più flessibile e privo dei vincoli imperativi

⁸⁴ La migrazione della "galassia Agnelli" (holding Exor e società controllate) è avvenuta a tappe: CNH Industrial (società di macchinari industriali e agricoli) nacque olandese nel 2013; Ferrari N.V. (settore automotive, lusso) fu costituita come N.V. olandese nel 2015; Exor N.V. (holding finanziaria) completò il trasferimento nel 2016; Iveco Group N.V. (società produttrice di veicoli industriali) nacque come N.V. nel 2021. Cfr. CONSOB, *Rapporto sulla corporate governance delle società quotate*, 2024, p. 15.

⁸⁵ Davide Campari-Milano N.V. (settore bevande spirits) ha completato la migrazione nel luglio 2020. Cfr. F. AGOSTINI, V. NOVEMBRE, *La Direttiva in tema di azioni a voto plurimo nell'era della Capital Markets Union: cui prodest?*, in *Riv. soc.*, 2024, p. 713.

⁸⁶ Cementir Holding N.V. (settore cemento e materiali da costruzione) ha completato il trasferimento nell'ottobre 2019. Cfr. E. BARCELLONA, *Le migrazioni olandesi di grandi gruppi italiani*, cit., p. 611.

⁸⁷ Mediaset S.p.A. (settore media e comunicazioni) ha completato la fusione transfrontaliera in MFE - MediaForEurope N.V. nel 2021. Cfr. L. ENRIQUES, *Concorrenza tra ordinamenti e migrazioni opportunistiche*, cit., p. 597.

⁸⁸ Brembo N.V. (settore componenti auto, automotive) ha completato il trasferimento nell'aprile 2024. Cfr. E. BARCELLONA, *Le migrazioni olandesi di grandi gruppi italiani*, cit., p. 613.

⁸⁹ Si traduce con "società a responsabilità limitata anonima", di conseguenza si tratta dell'equivalente olandese dell'istituto delle società per azioni italiane.

⁹⁰ Ariston Holding N.V. ed Ermenegildo Zegna N.V. sono state costituite come N.V. olandesi prima delle rispettive quotazioni, avvenute entrambe nel 2021. Cfr. E. BARCELLONA, *Le migrazioni olandesi di grandi gruppi italiani*, cit., p. 613.

⁹¹ Cfr. L. ENRIQUES, *Concorrenza tra ordinamenti e migrazioni opportunistiche*, cit., p. 600.

presenti in Italia. L'adozione di questi CEMs, infatti, riduce drasticamente il potere di voto delle minoranze e aumenta l'incentivo del socio di controllo all'estrazione di "benefici privati del controllo"⁹².

Come per FCA, queste migrazioni non hanno quasi mai comportato un trasferimento del business dell'impresa coinvolta. Le società, mantenendo la "sede amministrativa" in Italia, rimangono italiane e, aspetto cruciale, la sede fiscale rimane in Italia, proseguendo pertanto a pagare le imposte nel nostro Paese⁹³. L'operazione di trasferire la "sede legale" (o statutaria) in Olanda equivale ad una mera "importazione in Italia del diritto olandese"⁹⁴. Questa *electio iuris* ha permesso alle dette società di assoggettarsi alla legislazione olandese che prevede maggior libertà statutaria e la possibilità di utilizzo di azioni a voto plurimo (come nel caso di Ariston, che ha introdotto azioni con 20 voti) o schemi di voto maggiorato (loyalty shares), come nei casi di Campari e Brembo, strumenti che erano preclusi o fortemente limitati dalla normativa italiana del tempo⁹⁵.

Per arginare questa "diaspora" e rispondere alla concorrenza olandese, il legislatore italiano ha intrapreso una "concorrenza difensiva", prima con l'introduzione del voto maggiorato e plurimo, nella formula del raddoppio e di tre voti per azione, e poi con il loro potenziamento attraverso la Legge Capitali del 2024, temi che verranno analizzati nel terzo capitolo di questo lavoro.

2.2 Il modello olandese

2.2.1 L'analisi della disciplina olandese

Per comprendere le ragioni che hanno portato all'esodo di importanti gruppi industriali italiani verso i Paesi Bassi, è necessario analizzare, seppur in sintesi, la disciplina della *Naamloze Vennootschap* (N.V.), la forma giuridica olandese assimilabile alla Società per Azioni italiana. L'attrattività del modello olandese,

⁹² Ivi, pp. 600-601.

⁹³ E. BARCELLONA, *Le migrazioni olandesi di grandi gruppi italiani*, cit., p. 612.

⁹⁴ Ivi, p. 614.

⁹⁵ Ivi, pp. 642, 651-652.

infatti, non risiede in una norma specifica ed una legislazione organicamente permissiva sul voto plurimo, quanto piuttosto nell'architettura generale e nella diversa flessibilità strutturale del suo diritto societario. In netto contrasto con l'ordinamento italiano pre-riforma 2014 (che ammetteva azioni senza voto ma vietava il voto plurimo), la legislazione olandese si fonda su un principio diametralmente opposto⁹⁶.

La base normativa su cui si poggia tale flessibilità è l'articolo 2:118 del *Burgerlijk Wetboek*⁹⁷. Questa norma fondamentale scardina il principio One Share, One Vote, legando l'emissione dei diritti di voto al valore nominale delle azioni e non al numero di azioni detenute. L'ordinamento olandese adotta, quindi, il principio tecnico «*one accounting unit, one vote*»⁹⁸.

La vera leva strategica consiste nella combinazione di tale articolo con l'articolo 2:67 BW⁹⁹, il quale concede un'ampia discrezionalità statutaria nel determinare valori nominali differenti per diverse categorie di azioni.

Questa combinazione normativa consente di realizzare un *decoupling* di fatto tra l'investimento economico, in termini di "rischio" e il potere di voto che l'azionista può esercitare che in astratto può essere "sostanzialmente infinito"¹⁰⁰. L'ordinamento olandese infatti contempla, nel pieno rispetto della legge, l'emissione di azioni ordinarie con un valore nominale elevato destinate al mercato e, contestualmente, azioni speciali con un valore nominale irrisorio destinate ai soci

⁹⁶ C. ANGELICI, *Variazioni su voto plurimo e maggiorato*, in *Giur. comm.*, 2025, I, p. 178.

⁹⁷ Si tratta del Codice Civile olandese, Art. 2:118 BW (Diritto di voto nell'Assemblea Generale; numero di voti da esprimere): "1. Only shareholders have a right to vote. Each shareholder has at least one vote. [...] 3. If the authorized share capital is divided into shares of an unequal nominal amount, the number of votes that may be cast by each shareholder is equal to the total nominal amount of his shares divided by the nominal amount of the smallest share issued by the Corporation; parts of votes are neglected. [...]", in <http://www.dutchcivillaw.com/civilcodebook022.htm>; Cfr. CONSOB, *Quaderni giuridici* N. 5 - gennaio 2014, p. 32, nota 90 (per l'Art. 2:118 BW) e p. 33, nota 91 (per l'Art. 2:228 BW, richiamato dalla CONSOB in relazione alla possibilità di derogare alle regole standard della B.V.)

⁹⁸ E. BARCELLONA, *Le migrazioni olandesi di grandi gruppi italiani*, cit., p. 641. Si tratta del principio per il quale viene conferito un voto per ogni unità contabile di valore nominale.

⁹⁹ Art. 2:67 BW (valore nominale delle azioni). La flessibilità statutaria è data dalla possibilità di avere azioni con diverso valore nominale.

¹⁰⁰ E. BARCELLONA, *Le migrazioni olandesi di grandi gruppi italiani: libertà di stabilimento e diritto societario imperativo*, in *Riv. soc.*, 2024, p. 641.

di controllo, ottenendo così un voto plurimo di fatto pur mantenendo una proporzionalità solo formale con il capitale.

Le società italiane migrate (come FCA, Campari e Brembo) hanno utilizzato questa architettura per strutturare sofisticati schemi di voto maggiorato, noti come loyalty shares. Tecnicamente, ciò avviene tramite l'emissione gratuita di "azioni speciali" (special voting shares o SVS) che conferiscono unicamente il diritto di voto a beneficio degli azionisti stabili. L'emissione di queste SVS "non richiede alcun esborso" da parte dei soci "leali", poiché la necessaria copertura del capitale nominale (seppur minimo) avviene mediante l'utilizzo di un'apposita riserva di bilancio¹⁰¹. In caso di alienazione dell'azione ordinaria cui è collegata, l'azione speciale viene riacquistata e annullata dalla società. Altro importante aspetto da sottolineare è l'assenza, nella disciplina olandese, di un termine minimo di detenzione del titolo per la maturazione di questo, rimandando allo statuto tale decisione e dando uno strumento importante di flessibilità e potere alle società.

Un ulteriore e potente meccanismo difensivo del diritto olandese, sovente utilizzato in funzione di anti-takeover defense, in combinazione con il voto maggiorato, è lo *stichting*. Si tratta di un ente "amico", controllato dal management o dai soci di controllo, a cui le SVS possono essere conferite. Lo *stichting* esercita quindi i diritti di voto "nell'interesse della società", blindando di fatto l'assetto proprietario contro scalate ostili¹⁰².

L'ordinamento olandese controbilancia questa apparente libertà assoluta con il vaglio giurisprudenziale. Il diritto olandese, infatti, rimanda ai principi generali di "ragionevolezza e correttezza" (art. 2:8 BW) e di parità di trattamento (art. 2:92, par. 2, BW)¹⁰³ il giudizio. È emblematico, a tal proposito, il caso del primo tentativo di fusione di Mediaset tenutosi nel 2019, bloccato dalla Corte d'Appello di

¹⁰¹ L. SCHIUMA, *L'attrattività dei piani di fedeltà olandesi*, cit., p. 739, nota 35.

¹⁰² Ivi, p. 647

¹⁰³ L. ENRIQUES, *Concorrenza tra ordinamenti e migrazioni opportunistiche: che fare?*, in *Riv. soc.*, 2024, p. 600.

Amsterdam (2020) in quanto la struttura di voto maggiorato proposta fu ritenuta lesiva di questi principi nei confronti del socio Vivendi¹⁰⁴.

2.2.2 Il confronto con l'Italia

Con il paragrafo precedente si è illustrata l'architettura olandese fondata sulla flessibilità e sul decoupling, in contrapposizione all'ordinamento italiano pre-riforma 2014 (c.d. decreto Competitività) che si basava su un paradigma diametralmente opposto. Il sistema italiano del tempo era ancorato a una rigida interpretazione del principio *One Share, One Vote*, che si traduceva in un divieto esplicito di emettere azioni a voto plurimo (ex art. 2351 c.c. ante-2014)¹⁰⁵.

L'impostazione normativa italiana pre-2014 presentava una notevole asimmetria: da una parte proibiva espressamente il voto plurimo come strumento volto a rafforzare il controllo, mentre dall'altro consentiva l'emissione di strumenti volti a neutralizzarlo, come le azioni di risparmio o altre categorie di azioni prive del diritto di voto. Tale assetto normativo si è rilevato, viste le scelte di grandi società italiane, inadeguato a soddisfare gli interessi delle società a controllo familiare, rappresentanti la maggior parte delle società italiane, che intendevano accedere ai capitali di rischio tramite la quotazione ma con l'esigenza di prevenire la diluizione del proprio controllo. Al contrario, il diritto olandese manifestava una flessibilità statutaria superiore. Da un lato, permetteva di rafforzare il controllo grazie l'architettura basata sull'art. 2:118 BW, come analizzato in 2.2.1 e, dall'altro, non consentiva azioni senza diritto di voto, vedasi art. 2:118 par. 1, del Codice Civile olandese che impone che ogni azionista disponga di almeno un voto.

Questa profonda divergenza normativa ha innescato la *concorrenza tra ordinamenti* descritta in precedenza. È emblematico, in tal senso, che la CONSOB, già nel gennaio 2014, prima della riforma italiana che introdusse il voto maggiorato,

¹⁰⁴ F. AGOSTINI, V. NOVEMBRE, *La Direttiva in tema di azioni a voto plurimo nell'era della Capital Markets Union: cui prodest?*, in *Riv. soc.*, 2024, p. 713, nota 94. Tale esito giudiziale enfatizza l'importanza riservata alla giurisprudenza olandese nel definire i limiti di applicazione della flessibilità statutaria, impedendo un blocco a strutture azionarie lesive dei principi di parità di trattamento e di buona fede.

¹⁰⁵ C. ANGELICI, *Variazioni su voto plurimo e maggiorato*, in *Giur. comm.*, 2025, I, p. 178.

avvertisse la necessità di analizzare nel dettaglio la normativa olandese¹⁰⁶ per comprendere le ragioni dietro alle migrazioni in atto. Ciò testimonia la presa d'atto, da parte del regolatore, di una vulnerabilità del nostro ordinamento a vantaggio dell'Olanda.

2.2.3 Le reali motivazioni dietro il fenomeno migratorio

L'analisi comparativa condotta chiarisce la natura delle reali motivazioni che hanno spinto i grandi gruppi industriali italiani a migrare verso i Paesi Bassi. L'esodo non risponde soltanto a logiche fiscali, bensì anche alla ricerca di una flessibilità strutturale nella corporate governance che l'ordinamento italiano, prima del 2014, negava e che oggi invece concede, ma con alcuni vincoli che vedremo nel successivo capitolo di questo lavoro.

La motivazione primaria è stata la possibilità di controllo societario con un capitale investito minore, aspetto che in Italia era meno vantaggioso per il divieto di emissione di azioni a voto plurimo. In Olanda, ciò è stato ottenuto tramite l'adozione di sofisticati schemi di *loyalty shares* (come le *Special Voting Shares*) che, come analizzato in dottrina, vengono emesse gratuitamente e coperte da riserve di bilancio¹⁰⁷.

Tuttavia, l'attrattività olandese è emersa non solo per ciò che offriva ma anche perché copriva dei vuoti di interesse legislativo della disciplina italiana. Le società italiane avevano allora una scelta che pendeva fortemente per la migrazione: assenza di voto plurimo da una parte e la possibilità per gli azionisti dissenzienti del diritto di recesso, innescato dal "trasferimento della sede sociale all'estero"¹⁰⁸ che rendevano il processo oneroso per le società italiane.

¹⁰⁶ Cfr. S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCiano, *La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, Quaderni giuridici N. 5 - gennaio 2014, p. 32, nota 90, la quale riporta il testo dell'Art. 2:118 BW.

¹⁰⁷ Cfr. L. SCHIUMA, *L'attrattività dei piani di fedeltà olandesi*, in *Riv. soc.*, 2024, p. 739, nota 35; E. BARCELLONA, *Le migrazioni olandesi di grandi gruppi italiani: libertà di stabilimento e diritto societario imperativo*, in *Riv. soc.*, 2024, p. 641.

¹⁰⁸ Art. 2437, co. 1, lett. c), c.c., (nella formulazione applicabile *ratione temporis*, antecedente alle modifiche del D. Lgs. 19/2023). La norma ha sempre previsto il diritto di recesso per i soci che non hanno concorso alla deliberazione concernente "il trasferimento della sede sociale all'estero". Di seguito l'articolo parziale apparso in Gazzetta Ufficiale ante soppressione del co. 1 lett. c del D. Lgs.

Questa norma, unita ai successivi vincoli introdotti nel 2014 sul recesso per l'adozione del voto maggiorato, ha trasformato l'uscita dei soci in un "vero e proprio *bargaining chip*". La migrazione è stata, quindi, anche una fuga da questa incertezza procedurale e finanziaria¹⁰⁹.

A ciò si aggiunge la disponibilità di strumenti di difesa antiscalata estremamente efficaci, come lo *stichting*, un meccanismo come visto di formazione di un ente "amico" a cui conferire le SVS per blindare il controllo contro scalate ostili, anch'esso discusso dalla dottrina come parte integrante dei piani di fedeltà olandesi¹¹⁰. Tali meccanismi hanno dunque permesso ai soci di controllo di non vedersi diluita la quota in società mantenendo una visione a lungo termine con un capitale investito ottimizzato.

2 marzo 2023 n.19, reperibile in https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaArticolo?art.versione=2&art.idGruppo=311&art.flagTipoArticolo=2&art.codiceRedazionale=042U0262&art.idArticolo=2437&art.idSottoArticolo=1&art.idSottoArticolo1=10&art.dataPubblicazioneGazzetta=1942-04-04&art.progressivo=0. “((Hanno diritto di recedere, per tutte o parte delle loro azioni, i soci che non hanno concorso alle deliberazioni riguardanti:

- a) la modifica della clausola dell'oggetto sociale, quando consente un cambiamento significativo dell'attività della società;
- b) la trasformazione della società;
- c) il trasferimento della sede sociale all'estero;
- d) la revoca dello stato di liquidazione;
- e) l'eliminazione di una o più cause di recesso previste dal successivo comma ovvero dallo statuto;
- f) la modifica dei criteri di determinazione del valore dell'azione in caso di recesso;
- g) le modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione. [...])”

¹⁰⁹ Cfr. L. SCHIUMA, *L'attrattività dei piani fedeltà olandesi*, cit., p. 738. L'autore utilizza queste espressioni (es. "bargaining chip", "senza sorpresa", "molte variabili in più") per contrapporre l'incertezza del sistema italiano (post-2014) alla stabilità di quello olandese.

¹¹⁰ Cfr. E. BARCELLONA, *Le migrazioni olandesi di grandi gruppi italiani*, cit., p. 647.

CAPITOLO 3:

L'evoluzione della disciplina: la risposta del legislatore italiano

3.1 La riforma del 2014: una reazione al caso FCA

3.1.1 Introduzione del voto maggiorato e del voto multiplo

Una svolta nel contesto italiano fu rappresentata dal decreto Competitività (d.l. 91/2014). Con tale decisione il legislatore si allontana dal principio *One Share, One Vote* venendo meno al divieto di emissione di azioni a voto plurimo. Queste novità introdotte dal decreto legislativo numero 91 del giugno 2014, convertito con le modificazioni della legge n. 116 dell'11 agosto 2014, introducono per la prima volta nell'ordinamento italiano il voto maggiorato e il voto plurimo¹¹¹. Tali istituti sono stati ideati dal legislatore per rispondere a obiettivi diversi e pertanto riflettono caratteri diversi. L'evoluzione normativa relativa alle S.p.A. avviene attraverso la modifica del codice civile e del T.U.F.¹¹² e precisamente degli articoli 127 quinquies e 127 sexies. Il quarto comma dell'articolo 2351 c.c. stabilisce la possibilità per gli statuti di prevedere azioni a voto plurimo con un massimo di tre voti per azione. Le azioni con diritto di voto plurimo sono ammesse per le S.p.A. chiuse ed hanno un carattere oggettivo, trattandosi di una categoria speciale di azioni. La norma stabilisce che le società quotate non possano emettere azioni a voto plurimo ma è fatto salvo il caso di mantenere le azioni già in circolazione (quotazione in borsa della società antecedente). Il legislatore inoltre prevede strette ipotesi di deviazione a tale divieto per mantenere inalterato il rapporto fra le diverse categorie di azioni presenti e fa riferimento ad ipotesi di aumenti di capitale e casi

¹¹¹ A seguito delle modifiche del decreto, il quarto comma dell'articolo 2351 c.c. è stato interamente sostituito, diventando: "Salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni con diritto di voto plurimo anche per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Ciascuna azione a voto plurimo può avere fino a un massimo di tre voti".

¹¹² Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione Finanziaria

di fusione/scissione societaria¹¹³ ma impone che queste debbano avere le stesse caratteristiche e diritti di quelle già in circolazione.

Le azioni a voto maggiorato invece permettono l'attribuzione di un secondo voto per ogni azione posseduta e nascono con l'obiettivo di premiare l'azionista fedele e contrastare lo *short termism*. Per tali motivi hanno un carattere personalistico in quanto la maggiorazione è una condizione che si verifica per azione del titolare: il mantenimento del titolo. La norma prevedeva infatti come requisito per la maggiorazione il possesso ininterrotto del titolo per un periodo non inferiore a ventiquattro mesi¹¹⁴. Il legislatore, con tale decisione, ha allentato la presa sul principio di proporzionalità. Per bilanciare questa deviazione viene introdotto uno strumento di tutela verso gli azionisti di minoranza tramite il rafforzamento di quorum costitutivi e deliberativi dell'assemblea straordinaria, escludendo invece la facoltà al diritto di recesso del socio dissidente¹¹⁵. Questo strumento è previsto per società quotate o che abbiano iniziato il processo di quotazione.

3.1.2 Un bilancio dell'applicazione

Nel capitolo precedente sono stati analizzati i fattori che hanno spinto grandi società italiane ad assoggettarsi ad altri ordinamenti europei, ora esaminiamo la risposta del legislatore. In prima applicazione consideriamo l'intento di voler

¹¹³ Secondo il punto 2 dell'art. 127 sexies del T.U.F. infatti: "Le azioni a voto plurimo emesse anteriormente all'inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato mantengono le loro caratteristiche e diritti. Se lo statuto non dispone diversamente, al fine di mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni, le società che hanno emesso azioni a voto plurimo ovvero le società risultanti dalla fusione o dalla scissione di tali società possono procedere all'emissione di azioni a voto plurimo con le medesime caratteristiche e diritti di quelle già emesse limitatamente ai casi di:

a) aumento di capitale ai sensi dell'articolo 2442 del codice civile ovvero mediante nuovi conferimenti senza esclusione o limitazione del diritto d'opzione;
b) fusione o scissione"

¹¹⁴ punto 1 dell'art. 127 quinquies del T.U.F. stabilisce: "Gli statuti possono disporre che sia attribuito voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi a decorrere dalla data di iscrizione nell'elenco previsto dal comma 2"

¹¹⁵ Tale operazione, infatti, comporta la liquidazione della quota dei soci dissidenti costituendo un costo rilevante per la società che in momenti di IPO cerca capitali. Art. 127 quinquies del T.U.F. prevede: "La maggiorazione del voto non attribuisce il diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2437 c.c."

incentivare le PMI¹¹⁶ alla quotazione in borsa. Queste società rappresentano infatti la maggioranza delle società italiane e sono caratterizzate da una conduzione familiare¹¹⁷. Tale intento di stimolare le PMI italiane si osserva anche dall'analisi del decreto in termini di facilitazioni alla quotazione delle PMI:

- riduzione del capitale sociale minimo per la costituzione della S.p.A. da 120.000,00 euro a 50.000,00.
- libertà di prevedere nello statuto soglie di OPA obbligatoria differenti rispetto al 30% imposto per le S.p.A.¹¹⁸, in particolare la soglia minima al 25% e massima al 40%¹¹⁹
- aumento della soglia di partecipazioni rilevanti dal 2% al 5% per le PMI quotate che rende obbligatoria la comunicazione alla CONSOB e alla società partecipata¹²⁰
- limite riguardante le partecipazioni incrociate allargato per le PMI quotate passa dal 5% a 10% rispetto all'innalzamento in misura minore delle S.p.A. che passa dal 2% al 5%¹²¹.

¹¹⁶ “Le piccole e medie imprese, emittenti azioni quotate, che abbiano, in base al bilancio approvato relativo all'ultimo esercizio, anche anteriore all'ammissione alla negoziazione delle proprie azioni, un fatturato fino a 300 milioni di euro, ovvero una capitalizzazione media di mercato nell'ultimo anno solare inferiore ai 500 milioni di euro. Non si considerano PMI gli emittenti azioni quotate che abbiano superato entrambi i predetti limiti per tre esercizi, ovvero tre anni solari, consecutivi.” Da *DECRETO-LEGGE 24 giugno 2014, n. 91*, capo III, articolo 20, 1. a) in <https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legge:2014;91>

¹¹⁷ “*Families play the major role as 'ultimate controlling shareholders' in 61 percent of the firms (around 30 percent of total market capitalisation), especially smaller companies operating in the industrial sector*”. Da CONSOB, *2014 Report on corporate governance of Italian listed companies*, dicembre 2014, pag. 11 in <https://www.consob.it/documents/11973/545079/rcg2014.pdf/6e0800af-dd08-4bcc-8728-170bb9a314ff>.

¹¹⁸ Articolo 106, comma 1: “Chiunque, a seguito di acquisti ovvero di maggiorazione dei diritti di voto, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento [...] promuove un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso”

¹¹⁹ Articolo 106 1-ter: “Gli statuti delle PMI possono prevedere una soglia diversa da quella indicata nel comma 1, comunque non inferiore al venticinque per cento né superiore al quaranta per cento”

¹²⁰ Art. 120, comma 2, TUF: “Coloro che partecipano in un emittente azioni quotate avente l'Italia come Stato membro d'origine in misura superiore al due per cento del capitale ne danno comunicazione alla società partecipata e alla Consob. Nel caso in cui l'emittente sia una PMI, tale soglia è pari al cinque per cento”.

¹²¹ Art. 121, comma 1, 2, TUF: “(1) Fuori dai casi previsti dall'articolo 2359-bis del codice civile, in caso di partecipazioni reciproche eccedenti il limite indicato nell'articolo 120, comma 2, la società che ha superato il limite successivamente non può esercitare il diritto di voto inerente alle azioni eccedenti e deve alienarle entro dodici mesi dalla data in cui ha superato il limite. [...] il limite richiamato nel comma 1 è elevato al cinque per cento, ovvero, nei casi previsti dall'articolo 120, comma 2, secondo periodo, al dieci per cento, a condizione che il superamento della soglia da parte

Analizziamo la situazione presente prima dell'entrata in vigore del decreto Competitività del 2014. In *tabella 3.1* viene riportata una fotografia prima europea ed in seguito extra-unionale, mostrando come Svezia, Danimarca, Finlandia, Paesi Bassi e Francia presentassero la possibilità di azioni a voto plurimo con le *Multiple Voting Rights Share* o *loyalty shares*. Fuori dai confini europei Stati Uniti e Canada ammettevano le *Dual Class Shares* mentre i mercati asiatici le vietano.

Tabella 3.1: Situazione riportante la situazione nel panorama internazionale in tema di adozione di Multiple Voting Rights share e Loyalty share¹²²

2014	PAESE	AMMESSO / VIETATO	TIPO	NOTE
EU	Francia	Ammesse	Loyalty share	Diventate di default con Loi Frange (2014) ma già introdotti con L225-123 del Code de commerce
	Svezia	Ammesso	MVR	Aktiebolagslag (Legge sulle Società, capitolo 3 del 624/2006, in vigore dal 1.9.2006)
	Paesi Bassi	Ammesso	MVR	BW art 2:67
	Danimarca	Ammesso	MVR	Selskabsloven (Companies Act) 1973
	Finlandia	Ammesso	MVR	Osakeyhtiölaki (Limited Liability Companies Act) 1978
	Germania	Vietato	OSOV	
	Regno Unito	Ammesso	Netta prevalenza OSOV	Premium Listing (2010) imponeva il principio OSOV, MVR molto rare
	Belgio	Vietato	OSOV	Aderenza al principio OSOV
	Spagna	Vietato	OSOV	Vietato per le società quotate
Extra UE	Stati Uniti	Ammesso	MVR, Tenure voting	
	Canada	Ammesso	MVR	Canada Business Corporations Act, per proteggere le aziende nazionali da scalate estere
	Hong Kong	Vietato	OSOV	Apertura solo nel 2018 per effetto Alibaba: paura di perdere le tech cinesi in favore di New York
	Singapore	Vietato	OSOV	Apertura nel 2018 per competizione con Hong Kong e clamore caso Manchester United
	Cina (Shanghai e Shenzhen)	Vietato	OSOV	Creazione del mercato STAR (2019) per indipendenza tecnologica nazionale

Consideriamo ora l'andamento delle società domestiche quotate di diritto italiano, la CONSOB nello svolgimento delle proprie attività prepara annualmente dei report relativi alla Corporate Governance delle società italiane quotate. In *figura 3.1* si presenta la situazione pre-introduzione del decreto Competitività e l'andamento negli anni successivi mostrando un trend decrescente. Per un'analisi più dettagliata della situazione e della composizione di tali valori si è deciso di considerare anche i titoli quotati su Borsa Italiana. Questa operazione fa emergere una tendenza differente dalla precedente (*figura 3.2*). Il tutto porta alla costruzione della *tabella*

di entrambe le società abbia luogo a seguito di un accordo preventivamente autorizzato dall'assemblea ordinaria delle società interessate"

¹²² Dati ripresi da: SHEARMAN & STERLING - ISS - ECGI, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, 2007, in www.ecgi.global.

3.2 nella quale sono riportati i totali dei dati di titoli presenti nel mercato MTA¹²³, dal 2021 divenuto EXM a cui sono sommati i titoli del mercato AIM, dal 2021 divenuto EGM¹²⁴ ovvero i titoli di piccole e medie imprese italiane. In ultima colonna è invece riportato il numero cumulato di società che ammettono nel proprio statuto l'adozione di voto maggiorato. La costruzione di tale tabella permette di individuare un aspetto rilevante: l'introduzione del decreto Competitività ha portato ad un maggiore afflusso di piccole e medie imprese alla quotazione, come si può osservare dalla *figura 3.3* il contributo di queste ultime è significativo nei numeri totali e rappresenta un andamento crescente e che nel 2024 supera i dati di società quotate nel mercato principale. Andando infine ad analizzare la cumulata delle società che ammettono nel proprio statuto soluzioni di voto multiplo si osserva dal 2015, primo anno in cui si osservano i risultati del decreto Competitività, un contributo ogni anno positivo: in ogni anno la cumulata è crescente rispetto all'anno precedente.

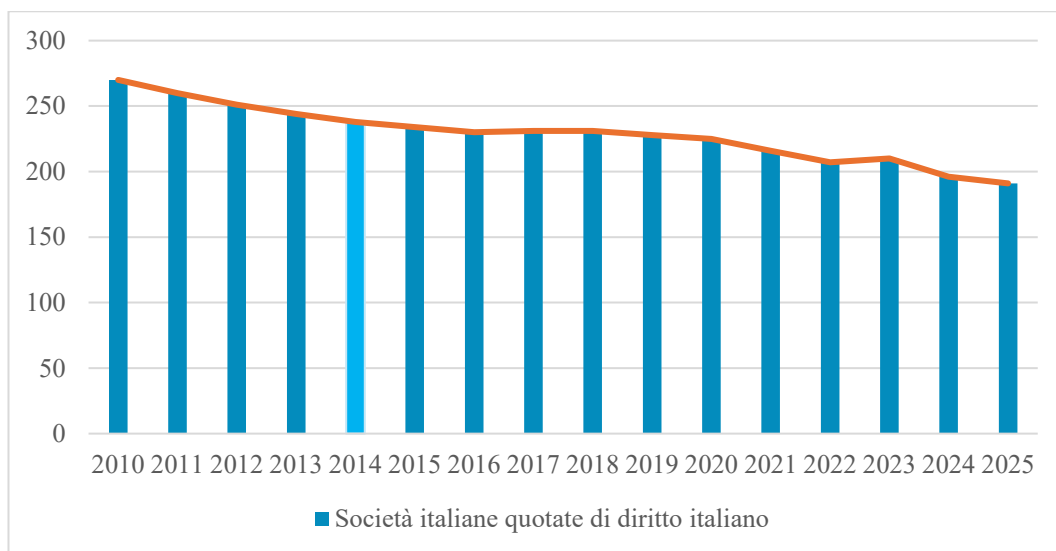


Figura 3.1: situazione rappresentante l'andamento negli anni delle società italiane con azioni ordinarie quotate presso Borsa Italiana S.p.A. - Mercato MTA/EXM¹²⁵.

¹²³ Il Mercato Telematico Azionario era il mercato regolamentato principale di Borsa Italiana. Dal 2021 il gruppo Euronext ha acquisito Borsa Italiana presentando al suo interno sette borse europee, MTA ha cambiato nome in Euronext Milan (EXM) e non conteggia i GEM (Global Equity Market).

¹²⁴ Alternative Investment Market era il mercato dedicato alle PMI ad alto potenziale di crescita. In seguito all'acquisizione da parte di Euronext il nome è divenuto Euronext Growth Milan contenendo quindi i titoli PMI italiani.

¹²⁵ Elaborazione personale su dati tratti da CONSOB, *Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane 2020*, Tab. 1.2, p. 13, reperibile su

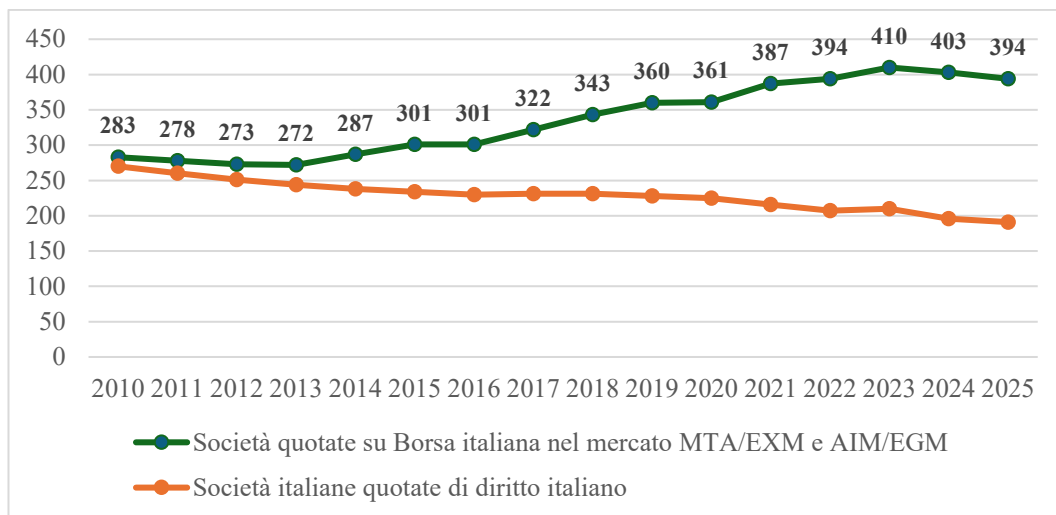


Figura 3.2: andamento contrastante tra numero di società di diritto italiano quotate (in arancione) e numero di società quotate su Borsa Italiana

Tabella 3.2: tabella riassuntiva rappresentante la composizione dei titoli domestici in Borsa Italiana negli anni. In ultima colonna è rappresentata la cumulata anno per anno delle società che prevedono l'ammissione nel proprio statuto di azioni a voto multiplo¹²⁶

Anno	Totale Società (MTA+EGM)	Società MTA/EXM	Società AIM/EGM	Adozioni voto multiplo (cumulato)
2013	272	240	32	0
2014	287	234	53	0
2015	301	231	70	10
2016	301	227	74	16
2017	322	230	92	23
2018	343	233	110	32
2019	360	231	129	40

<https://www.consob.it/documents/1912911/1925397/rcg2020.pdf/46c62863-97b1-347a-cab1-980af54e9601> (anni dal 2010 al 2019); *Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane* 2022, Tab. 2.1, p. 38, reperibile su <https://www.consob.it/documents/11973/545079/rcg2022.pdf/33d25582-ade3-d06b-7395-654be6cd7e43?t=1682665906755> (anni del 2020 e 2021); *Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane* 2024, Tab. 2.1, p. 46, reperibile su <https://www.consob.it/documents/d/area-pubblica/rcg2024> (anni dal 2022 al 2024); *Bollettino statistico - Mercati*, n. 27/1, luglio 2025, p. 12, reperibile su <https://www.consob.it/documents/d/area-pubblica/bs27-mercati> (per l'anno 2025, ultimo dato disponibile fornito dalla Consob tiene conto del primo semestre 2025).

¹²⁶ Per la costruzione dell'ultima colonna si sono rielaborati i dati presenti nel sito della CONSOB in <https://www.consob.it/web/area-pubblica/quote/voto-maggiorato-e-plurimo>

2020	361	226	135	48
2021	387	218	169	59
2022	394	209	185	61
2023	410	212	198	68
2024	403	198	205	75
2025	394	187	207	76

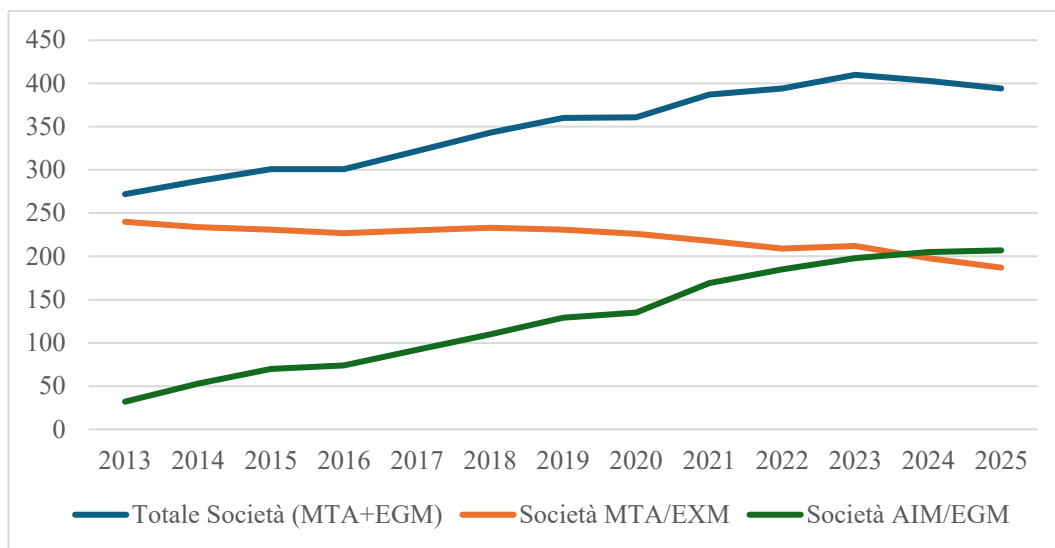


Figura 3.3: la dualità del mercato azionario italiano. In blu si osserva il numero complessivo di società domestiche quotate su Borsa Italiana, in arancione sono rappresentate le sole società del mercato principale mentre in verde si illustra l'andamento delle PMI. Elaborazione personale a partire dai Bollettini statistici forniti annualmente dalla CONSOB ¹²⁷

Infine, si è considerato il numero di IPO ed OPA negli anni per osservare il trend realizzato dalle Initial Public Offerings osservando le nuove quotazioni di azioni nel mercato italiano (figura 3.4) e la composizione, anno per anno, di società appartenenti al mercato AIM/EGM riservato alle piccole e medie imprese ad alta crescita (figura 3.5). Nel complesso, i dati suggeriscono che il decreto Competitività abbia stimolato l'afflusso di PMI verso il mercato EGM ed abbia

¹²⁷ Per gli anni 2010-2019: CONSOB - *Bollettino statistico n.14*, giugno 2019, Tav 1.1, p.9 in <https://www.consob.it/documents/1912911/1995569/bs14.pdf/7c26ffb0-f5c8-809d-159b-2612aaa969ea>;

Per gli anni 2020-2025: CONSOB – *Bollettino statistico Mercati, n.28/1*, gennaio 2026, Tav 1.1, p.12 in <https://www.consob.it/documents/d/area-pubblica/bs28-mercati>

generato un'adozione crescente del voto maggiorato, senza tuttavia invertire il trend decrescente di quotazioni nel nostro Paese ed arrestare il fenomeno migratorio.

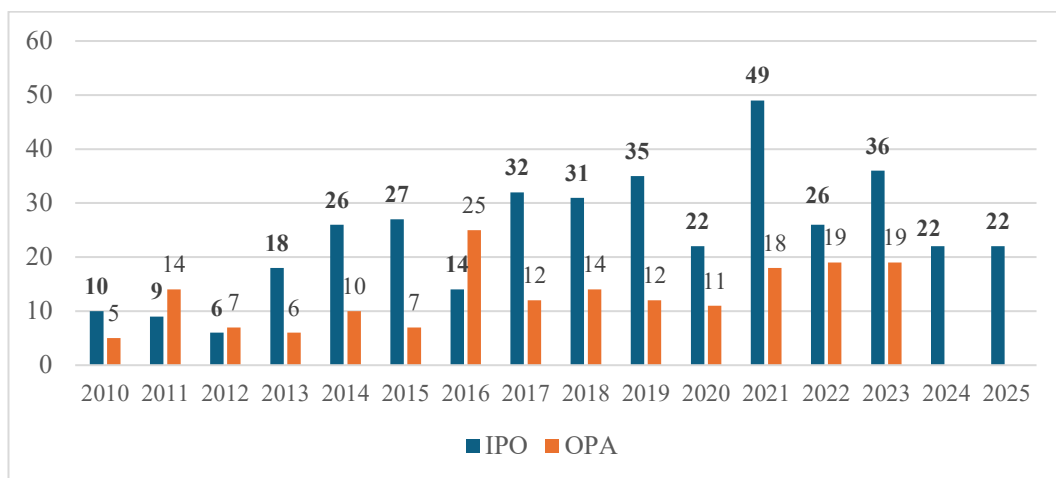


Figura 3.4: andamento di IPO ed OPA negli anni. Dati ottenuti dalla rielaborazione di Borsa Italiana e CONSOB¹²⁸

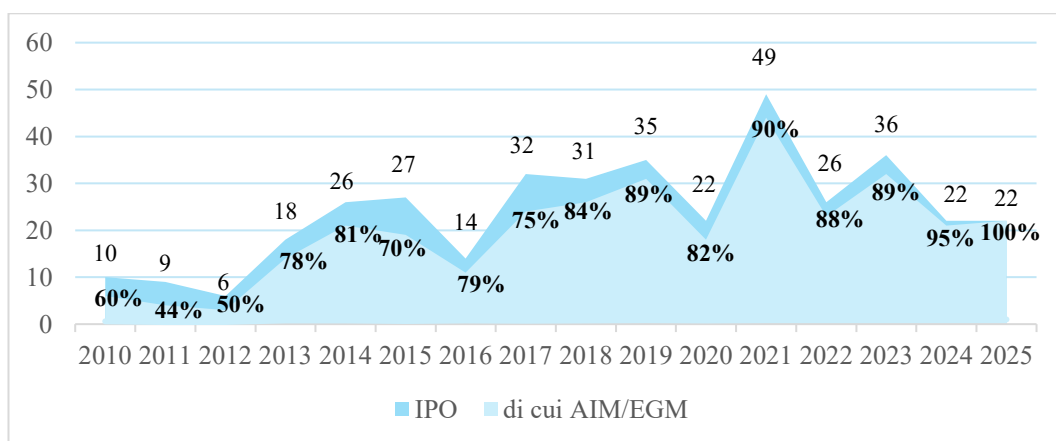


Figura 3.5: composizione percentuale delle IPO in Italia

¹²⁸ BORSA ITALIANA, *IPO e altre ammissioni - 2010*, in <https://www.borsaitaliana.it/azioni/ipoematricole/paginaipo2010.htm>; BORSA ITALIANA, *IPO e altre ammissioni - 2011*, in <https://www.borsaitaliana.it/azioni/ipoematricole/pagineipo2011.htm>; ... ; BORSA ITALIANA, *IPO e altre ammissioni - 2024*, in <https://www.borsaitaliana.it/azioni/ipoematricole/paginaipo2024.htm>; IRTOP CONSULTING, *Comunicato stampa*, 7 gennaio 2026, in https://www.irtop.com/wp-content/uploads/2026/01/2026-01-07-IRTOP-CONSULTING-CS-IPO-EGM-2025.pdf?utm_source=copilot.com; CONSOB, *Le offerte pubbliche svolte in Italia nel periodo 2020-2023, 2024*, Tab 2, p.6, https://www.consob.it/documents/d/area-pubblica/or_opa-in-italia; F. PICCO, V. PONZIANI, G. TROVATORE, M. VENTORUZZO, *Le OPA in Italia dal 2007 al 2019*, n.9, gennaio 2021, Tab 1.1, p. 18, in <https://www.consob.it/documents/1912911/1955938/dp9.pdf/395d413f-5606-5cd8-8f91-c853fae2233b>.

3.2 La Legge Capitali (L. 5 marzo 2024, n. 21): il potenziamento degli strumenti

3.2.1 Le motivazioni dietro l'introduzione

Per comprendere le ragioni che hanno spinto il legislatore a modificare il testo normativo dieci anni dopo il decreto Competitività si devono considerare una moltitudine di aspetti. La diagnosi sulla competitività del mercato finanziario italiano parte dalle istituzioni internazionali con il piano della Commissione europea sull'Unione dei Mercati dei Capitali. Il Governo recepisce tale spinta commissionando uno studio approfondito in merito al mercato dei capitali italiano. Questa analisi ripresa in seguito dal MEF¹²⁹ supporta l'ipotesi di un intervento che si basi su due binari paralleli: colmare il divario dimensionale ormai cronico rispetto ai principali paesi europei e la necessità di arginare ulteriori fughe di imprese verso ordinamenti più flessibili. Il punto cardine dell'analisi evidenziato nel rapporto *OECD Capital Market Review of Italy 2020* è il sottodimensionamento del mercato italiano¹³⁰ rispetto ai competitor europei, si ricordi inoltre, il gap dei mercati europei nel contesto internazionale¹³¹. A seguito della crisi pandemica, a livello internazionale si è registrata una rivitalizzazione dei mercati borsistici, vedasi anche *figura 3.4* con il record di IPO realizzate in Italia nel 2021, ma come mostrato dalla *figura 3.6* il fenomeno ha riguardato gli Stati Uniti, seguito da Cina e Hong Kong evidenziando un distacco significativo di capitali interessati rispetto al livello raggiunto dall'Unione europea.

¹²⁹ Ministero dell'Economia e delle Finanze

¹³⁰ F. GHEZZI, F. URBANI, *Il voto multiplo nella riforma a sostegno della competitività dei mercati dei capitali*, in *Rivista delle società* – n.4, 2024, p. 663-664, nota 1.

¹³¹ “è unanime la constatazione di un cronico sottosviluppo del locale mercato dei capitali rispetto al panorama europeo e in verità degli stessi mercati unionali rispetto alle piazze finanziarie internazionali”. S. FORTUNATO, *La “legge capitali”: the race to the bottom, ovvero ancora un passo indietro sulla tutela dei risparmiatori?*, in *Giurisprudenza commerciale* - n.3, 2024, II, p.509.

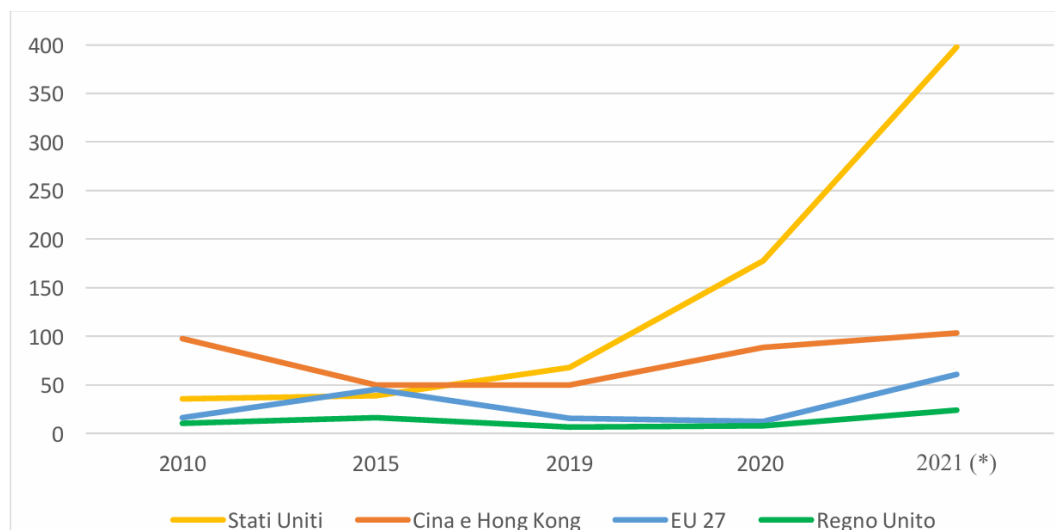


Figura 3.6: capitali raccolti dalle società quotate tramite IPO nelle principali aree economiche (dati in miliardi di dollari)¹³²

In questo contesto si configurano anche i dati relativi al prestigioso *MSCI Europe Index*¹³³. Si osserva, infatti, come il peso dei titoli italiani rappresenti solamente il 3,6%, quota marginale se confrontata con il 17-18% della Francia o il 28% del Regno Unito. Come riportato anche dallo studio *OECD Capital Market Review of Italy 2020* “nei mercati di capitali globalizzati di oggi, uno scarso peso negli indici chiave limita automaticamente il flusso di capitale in entrata”¹³⁴. Lo stesso studio sottolinea anche una minore capacità attrattiva del mercato italiano rispetto ai titoli obbligazionari: il 90%¹³⁵ di tali titoli emessi da società italiane sono rivolti a mercati esteri. Questi rilevamenti sono stati recepiti anche dalla Consob che ha osservato come l’attività economica e finanziaria, che aveva subito una ripresa in seguito alla pandemia, si trovi oggi ad affrontare nuove difficoltà a seguito dei conflitti internazionali, dei rapidi e accentuati incrementi dei tassi di interesse, dell’alto livello di inflazione e dell’elevata volatilità dei mercati. Questa differenza di

¹³² MEF, *Libro Verde su "La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita"*, Roma, 2022, p. 5. L’anno 2021 presenta il dato relativo al primo semestre annualizzato.

¹³³ Tale indice cattura grandi e medie imprese europee, incorporando circa l’85% della capitalizzazione del mercato europeo con un market cap di oltre 13 trilioni di dollari e includendo oltre 400 società. Dati reperiti in <https://www.msci.com/indexes/index/990500>

¹³⁴ OECD, *Capital Market Review of Italy 2020: Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers*, OECD Capital Market Series, 2020, p. 11, in <http://www.oecd.org/corporate/OECD-Capital-Market-Review-Italy.htm>

¹³⁵ OECD, *Capital Market Review of Italy 2020: Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers*, OECD Capital Market Series, 2020, p. 11

volumi evidenzia una scarsa capacità di attrarre investitori istituzionali, rendendo il listino italiano poco liquido e meno appetibile per i grandi emittenti. Risposta a tali risultati è il Piano Strategico 2022-2024 divulgato dalla Consob con la Direttrice 2 incentrata su “Competitività del mercato dei capitali: innovazione, sostenibilità e tutela del risparmio”¹³⁶ che mira a rimuovere gli ostacoli alla quotazione e semplificare le regole di accesso, con un focus particolare alle PMI. Accanto al tema dimensionale del mercato, il secondo motore della riforma è stato il contrasto al fenomeno del *regulatory arbitrage* verso i Paesi Bassi: come analizzato nel capitolo due di questo lavoro con i successivi processi migratori delle società Campari, Cementir, Mediaset e Brembo. Tali condizioni hanno portato ad una riflessione del legislatore sul tema del mercato dei capitali che ha portato alla Legge Capitali.

3.2.2 La modifica all’art 2351 c.c. e il nuovo moltiplicatore del voto plurimo

Con la riforma introdotta dalla Legge 5 marzo 2024, n. 21 vigente al 27 marzo 2024 si apportano modifiche rilevanti al testo normativo. In particolare, l’Art. 13 “Disposizioni in materia di voto plurimo” sancisce la modifica dell’articolo 2351: il quarto comma, ultimo periodo del c.c., la parola “tre” è sostituita da “dieci”. Questa disposizione, applicabile per le società non quotate, permette un fattore moltiplicativo forte al voto plurimo, allineandosi ai principali competitor europei. La modifica di tale testo normativo mostra il superamento della prudenza dimostrata nel decreto Competitività. Con tali novità il legislatore cerca di anticipare la Direttiva europea in tema di Listing Act. Aspetto interessante da analizzare, in seguito all’applicazione di tale norma è la componente di quota di capitale necessaria per il controllo in corso di assemblea. In seguito all’introduzione della legge capitali, infatti, adoperando azioni senza diritto di voto nel limite massimo di emissione di queste (non può essere superiore al 50% del capitale della società), ed utilizzando per la restante parte azioni a voto plurimo col moltiplicatore di dieci unità e azioni che conferiscono un voto per azione posseduta, si osserva che

¹³⁶ CONSOB, *Piano Strategico 2022-2024*, 2023, p. 8, in https://www.consob.it/documents/1912911/1949521/ps_2224_dic_2023.pdf/f2946233-5e96-c503-63cf-e57db1122b3c.

un socio possa assicurarsi la maggioranza assembleare detenendo una partecipazione al capitale del solo 4,6%¹³⁷. Possiamo confrontare tale valore rispetto allo scenario presente con il decreto Competitività. In particolare, adoperando azioni con voto multiplo con un fattore moltiplicativo di tre si arriva ad un possesso minimo del 12,5% del capitale societario^{138 139}. Entrambi i risultati mostrano un problema di contendibilità del controllo ed un problema di enforcement del management presente¹⁴⁰.

Come analizzato nel capitolo precedente di tale lavoro, la possibilità di emissione di azioni a voto plurimo è consentita per le sole società non quotate nel mercato borsistico. È possibile però che una società che abbia emesso azioni a voto plurimo pre-quotazione, voglia svolgere un'operazione di aumento di capitale, in questo caso in base all'art 127-sexies T.U.F. per mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni la società risultante dalla fusione o dalla scissione possano procedere all'emissione di azioni a voto plurimo con i medesimi diritti e caratteristiche di quelle già in circolazione¹⁴¹.

¹³⁷ Dato ottenuto dalla risoluzione della seguente disequazione:

$$10 * x > \frac{1}{2} V_{tot} \text{ con } V_{tot} = 10 * x + (50 - x) * 1$$

dove x rappresenta la quota di azioni con dieci voti per azioni. $\frac{1}{2} V_{tot}$ si deve al fatto che l'altro 50% è rappresentato da azioni senza diritti di voto in assemblea e pertanto la quota di azioni con voto plurimo deve essere superiore rispetto ai voti totali (azioni OSOV e azioni con dieci voti esprimibili per azione posseduta).

¹³⁸ F. MAGLIULO, *La nuova disciplina del voto plurimo e del voto maggiorato nella legge a sostegno della competitività dei capitali*, in *Consiglio Nazionale del Notariato*, Studio n. 40-2024/I, p. 23-24. Vedasi anche F. GHEZZI, F. URBANI, *Il voto multiplo nella riforma a sostegno della competitività dei mercati dei capitali*, in *Rivista delle società* – n.4, 2024, p. 675-677.

¹³⁹ Dato ottenuto dalla risoluzione della seguente disequazione:

$$3 * x > \frac{1}{2} V_{tot} \text{ con } V_{tot} = 3 * x + (50 - x) * 1$$

dove x rappresenta la quota di azioni con dieci voti per azioni. $\frac{1}{2} V_{tot}$ si deve al fatto che l'altro 50% è rappresentato da azioni senza diritti di voto in assemblea e pertanto la quota di azioni con voto plurimo deve essere superiore rispetto ai voti totali (azioni OSOV e azioni con tre voti esprimibili per azione posseduta). Vedasi anche: F. GHEZZI, F. URBANI, *Il voto multiplo nella riforma a sostegno della competitività dei mercati dei capitali*, in *Rivista delle società* – n.4, 2024, p. 677.

¹⁴⁰ L. ENRIQUES, *Concorrenza tra ordinamenti e migrazioni opportunistiche: che fare?*, in *Rivista delle Società*, n. 4, 2024, p. 602; E. BARCELLONA, *Le migrazioni olandesi di grandi gruppi italiani*, ivi, p. 614-621.

¹⁴¹ F. GHEZZI, F. URBANI, *Il voto multiplo nella riforma a sostegno della competitività dei mercati dei capitali*, in *Rivista delle società* – n.4, 2024, p. 677.

3.2.3 La nuova disciplina del voto maggiorato

L'articolo 14 della legge 5 marzo 2024, n. 21 modifica sostanzialmente la disciplina del voto maggiorato. In particolare, l'articolo 127-quinquies del T.U.F. è sostituito. Secondo le nuove disposizioni, infatti, gli statuti possono disporre la maggiorazione del voto fino ad un massimo di due voti per azione posseduta dallo stesso titolare per un periodo minimo di ventiquattro mesi. Novità apportata nella disciplina risiede nella possibilità concessa agli statuti di prevedere un ulteriore voto alla maturazione di dodici mesi, fino ad un massimo di dieci voti per azione. Condizione necessaria per la maggiorazione è il mantenimento continuativo del titolo e l'iscrizione del titolare nell'elenco previsto dal comma 4. La possibilità di maggiorazione straordinaria avviene quindi con un meccanismo di *opt-in*¹⁴². Di conseguenza, l'alienazione del titolo, sia a titolo oneroso che gratuito, comporta la perdita della maggiorazione ed il ritorno al voto singolo. Inoltre, il legislatore dispone che se non previsto diversamente dallo statuto, la maggiorazione del voto permane in caso di successione per causa di morte del titolare ed in caso di fusione o scissione del titolare delle azioni. La maggiorazione del voto, infine, si estende alle nuove azioni in caso di aumento di capitale ai sensi dell'articolo 2442 del c.c.¹⁴³. Tale disciplina non rappresenta una categoria di azioni¹⁴⁴, bensì un diritto personale: il comportamento del titolare di mantenere nel tempo il titolo e la sua iscrizione nel registro normativo permettono alle azioni ordinarie di ottenere un maggior voto in assemblea.

In aggiunta, secondo il punto 8 dell'articolo 14 la maggiorazione del voto non conferisce il diritto di recesso al socio dissidente ai sensi dell'art. 2348 relativo alle

¹⁴² L. SCHIUMA, *L'attrattività dei piani di fedeltà olandesi*, in *Rivista delle società* – n. 4, 2024, p. 748. Il meccanismo di *opt-in* è un regime che si realizza per scelta attiva del socio, nel caso della maggiorazione del voto ciò significa la scelta del titolare di mantenere l'azione per il periodo continuativo di tempo e di iscriversi nel registro della società

¹⁴³ Dispositivo dell'art 2442 c.c.: "L'assemblea può aumentare il capitale, imputando a capitale le riserve e gli altri fondi iscritti in bilancio in quanto disponibili.

In questo caso le azioni di nuova emissione devono avere le stesse caratteristiche di quelle in circolazione, e devono essere assegnate gratuitamente agli azionisti in proporzione di quelle da essi già possedute.

L'aumento di capitale può attuarsi anche mediante aumento del valore nominale delle azioni in circolazione."

¹⁴⁴ Ai sensi dell'articolo 2348 del codice civile. F. AGOSTINI, V. NOVEMBRE, *La Direttiva in tema di azioni a voto plurimo nell'era del Capital Markets Union: cui prodest?*, in *Rivista delle società*, n. 4, 2024, p. 700.

categorie di azioni, in base all'art 127-*quienques* comma 8 del TUF che non imputa causa di diritto di recesso del socio la maggiorazione ordinaria del voto. Differente risultato si osserva in caso di maggiorazione straordinaria del voto, che può giungere ad un massimo di dieci voti per azione. Ai sensi del comma 2 dell'art. 2437 c.c. tale modifica conferisce il diritto di recesso del socio¹⁴⁵. In base al punto 10 della normativa la maggiorazione del diritto di voto si computa anche per la determinazione dei quorum costitutivi e quorum deliberativi fatto salvo diversa indicazione nello statuto.

Tale disciplina ha sollevato diverse considerazioni. Come rilevato da Montalenti, infatti, “da un lato si può verificare un significativo *upgrading* di *fidelity shares* di minoranza; dall'altro lato la nuova disposizione può invece condurre l'*incumbent shareholder* ad una posizione di controllo inespugnabile”¹⁴⁶. Quest'ultima posizione viene ripresa anche dalla Consob¹⁴⁷ osservando che l'istituto del voto maggiorato sia stato impiegato maggiormente da azionisti già di controllo al fine di consolidare ulteriormente gli assetti proprietari.

3.2.4 Gli altri strumenti presenti nella Legge Capitali

La legge introdotta dal legislatore il 5 marzo 2024 mira, come si è detto, a riformare il mercato dei capitali italiano. La legge si articola in due grandi aree tematiche: la prima riguarda una serie di interventi su specifici istituti del mercato finanziario e del diritto finanziario con focus sulle società quotate. La seconda area contiene i principi e criteri direttivi per la riforma del T.U.F. avendo dato delega al Governo di dodici mesi per riformare tale istituto. Il Capo I della legge mira alla semplificazione in materia di accesso e regolamentazione dei mercati di capitali. In particolare, con l'art. 2 si estende la definizione di piccola e media impresa alle

¹⁴⁵ A. POMELLI, *Voto maggiorato, voto plurimo e diritto di recesso*, in *Giurisprudenza commerciale* – n.3, 2024, II, p. 529. Vedasi anche L. SCHIUMA, *L'attrattività dei piani di fedeltà olandesi*, in *Rivista delle società* – n. 4, 2024, p. 748.

¹⁴⁶ P. MONTALENTI, *La legge Capitali e la delega alla riforma del Testo Unico della Finanza: prime riflessioni*, in *Giurisprudenza commerciale* – n. 3, 2024, II, p. 503.

¹⁴⁷ S. FORTUNATO, *La “legge capitali”: the race to the bottom, ovvero ancora un passo indietro sulla tutela dei risparmiatori?*, in *Giurisprudenza commerciale* – n.3, 2024, II, p. 517.

società con un capitale sociale di un miliardo di euro¹⁴⁸, prima di questo intervento il capitale sociale della società doveva essere inferiore a 500 milioni di euro. Altro intervento in favore delle PMI risiede nell'art. 3 incentrato sulla disciplina della dematerializzazione delle quote, con la facoltà di emettere azioni in forma scritturale e l'obbligo di tenuta del libro dei soci. L'articolo 5 estende alle società aventi azioni negoziate su sistemi multilaterali la facoltà di redigere il bilancio secondo principi contabili internazionali. L'art. 6, in tema di flottante, sancisce l'eliminazione della facoltà della Consob di elevare la soglia del 90% che fa scattare l'obbligo di acquisto. Come osservato da Montalenti¹⁴⁹ questa ipotesi rappresentava una forma di *gold plating*¹⁵⁰ non essendo prevista dalla direttiva europea in tema di OPA. Gli articoli 8 – 10 della legge riguardano aspetti di semplificazione della norma in termini di abrogazioni e modifiche della disciplina nell'intento di agevolare le procedure di ammissione alla quotazione e ridurre i tempi di approvazione del prospetto¹⁵¹. L'articolo 11 consente allo statuto la possibilità di “prevedere l'intervento in assemblea e l'esercizio del diritto di voto avvengano *esclusivamente* tramite il rappresentante designato della società”¹⁵². Tale disposizione limita in modo significativo l'intervento dei soci in assemblea. Non è consentita la presentazione di proposte di deliberazione in assemblea, eccezione per coloro che hanno diritto di voto, possono infatti presentare individualmente proposte di delibera sulle materie all'ordine del giorno entro il quindicesimo giorno precedente la data della prima o unica convocazione in assemblea. Altra limitazione riguarda il diritto di porre domande previsto solamente prima dell'assemblea. Come osservato da Montalenti “la riforma, sia pure in forma di *opt-in*, consente la totale

¹⁴⁸ “All'art. 1, comma 1, lettera w-quarte.1), del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, le parole: “ai 500 milioni di euro” sono sostituite dalle seguenti: “a 1 miliardo di euro”.”

¹⁴⁹ P. MONTALENTI, *La legge Capitali e la delega alla riforma del Testo Unico della Finanza: prime riflessioni*, in *Giurisprudenza commerciale* – n. 3, 2024, II, p. 498.

¹⁵⁰ Si tratta di un fenomeno di *over-compliance* rispetto alle norme previste dal diritto unionale. Si tratta di maggiori tutele previste dal nostro ordinamento che per riflesso rendono più oneroso il processo di *compliance*.

¹⁵¹ Si tratta di un documento richiesto per l'IPO, redatto dalla società quotanda e da sottoporre alla CONSOB in qualità di autorità di vigilanza.

¹⁵² Ai sensi dell'articolo 135-undecies del T.U.F.: “[...] una delega con istruzioni di voto su tutte o alcune delle proposte all'ordine del giorno. La delega ha effetto per le sole proposte in relazione alle quali siano conferite istruzioni di voto”. Vedasi anche P. MONTALENTI, *La legge Capitali e la delega alla riforma del Testo Unico della Finanza: prime riflessioni*, in *Giurisprudenza commerciale* – n. 3, 2024, II, p. 501.

estromissione dei soci dalla partecipazione diretta all'assemblea e dal dibattito assembleare"¹⁵³. Rilevante anche le disposizioni dell'articolo 19 che delega il Governo a provvedere entro dodici mesi alla riforma del T.U.F., precisando i principi e criteri da osservare, in particolare:

1. interventi diretti a favorire l'accesso delle imprese ai mercati regolamentati, favorire l'accesso di PMI a forme alternative di finanziamento¹⁵⁴ ed aumentare la competitività del mercato nazionale [lett. a) – lett. f)];
2. interventi diretti a semplificare e razionalizzare le regole del governo societario [lett. e – lett. h];
3. razionalizzazione e coordinamento del T.U.F. con l'ordinamento bancario e assicurativo;
4. revisione del sistema sanzionatorio CONSOB [lett. i, art. 23 e 196-ter].

3.2.5 Un bilancio sui cinquanta anni di legislazione italiana in tema di diritti di voto

Dalla riforma del 1974, che ha introdotto la categoria delle azioni di risparmio, alla Legge Capitali del 2024 sono cambiati approcci e strategie normative con il medesimo fine: incentivare il mercato finanziario italiano. Guardando tuttavia la dimensione e l'attrattività del mercato si osserva però una sostanziale inalterabilità¹⁵⁵. Con la miniriforma del 1974 il legislatore mira ad incentivare il mercato finanziario riconoscendo la presenza di gruppi di azionisti non omogenei, mossi da interessi contrastanti. Da una parte il gruppo degli azionisti imprenditori che partecipa alla società per la realizzazione di un guadagno attraverso l'esercizio dell'impresa, dall'altro il gruppo degli azionisti risparmiatori. Questi ultimi sono mossi dalla ricerca del guadagno ma sono disinteressati alla gestione. Tutelando gli interessi degli azionisti di minoranza il legislatore istituisce la categoria delle azioni

¹⁵³ P. MONTALENTI, *La legge Capitali e la delega alla riforma del Testo Unico della Finanza: prime riflessioni*, in *Giurisprudenza commerciale* – n. 3, 2024, II, p. 498.

¹⁵⁴ Trattasi di forme alternative alla quotazione quali crowdfunding, minibond, private equity ed emissione di token digitali

¹⁵⁵ U. TOMBARI, *"Azioni" e "diritto di voto" tra diritto societario e diritto del mercato finanziario. Alcune riflessioni su cinquanta anni di legislazione italiana (dalla legge n.216/1974 alla legge n.21/2024)*, in *Rivista di Diritto Societario*, 2025, II, p. 216.

di risparmio che però videro un rapido disinteresse visto il deprezzamento nel mercato e il decrescere del loro utilizzo già dalla fine degli anni '90 per giungere al 2021 con solo 11¹⁵⁶ emittenti ad impiegarle¹⁵⁷. Gli importanti fenomeni migratori verso l'Olanda hanno spinto il legislatore ad arginare tale trend con il d.l. 24 giugno 2014 n.91 introducendo nel nostro ordinamento il voto plurimo per le società non quotate, con un fattore moltiplicativo di tre, e il voto maggiorato. La disciplina della maggiorazione del voto ha introdotto nella legislazione italiana un carattere personalistico prima assente. Gli effetti del decreto Competitività non sono stati ritenuti sufficienti a livello internazionale e nazionale muovendo il legislatore, nel 2024, a modificare le disposizioni in tema di voto plurimo aumentando il moltiplicatore del voto a 10 mantenendo però l'esclusione di questa disciplina per le S.p.A. quotate. Vera svolta riguarda la modifica riguardante la maggiorazione del voto: viene infatti introdotta la maggiorazione rafforzata che porta il titolare, dopo un possesso continuativo del titolo, ad un diritto di dieci voti per azione posseduta¹⁵⁸. Come evidenziato dai dati forniti dalla Consob, la disciplina più utilizzata è quella relativa alla maggiorazione del voto. Come si può rilevare dalla *tabella 3.3*, infatti, solo 6 sono le società ad emettere azioni a voto plurimo pre-quotazione¹⁵⁹, le rimanenti 70 adottano soluzioni differenti di voto maggiorato.

¹⁵⁶ CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2021, Tab. 1.14, p.31, in <https://www.consob.it/documents/1912911/1925397/rcg2021.pdf/82c2f0a3-360a-eb16-04f2-e90c11475e11>. Il rapporto presenta come le società a adottare queste azioni nel 1974 fossero 104, nel 2011 divenute 36 e giungere nel 2020 a 11.

¹⁵⁷ U. TOMBARI, "Azioni" e "diritto di voto" tra diritto societario e diritto del mercato finanziario. *Alcune riflessioni su cinquanta anni di legislazione italiana (dalla legge n.216/1974 alla legge n.21/2024)*, in *Rivista di Diritto Societario*, 2025, II, p. 218-220.

¹⁵⁸ Come già osservato nel *paragrafo 3.2.3* si tratta di un incremento unitario che decorre ogni dodici mesi dalla data di maggiorazione ordinaria.

¹⁵⁹ Il 100% di queste società adotta il voto plurimo concesso dal legislatore con il decreto competitività del 2014: 3 voti per azione. A data odierna, infatti, non sono registrate società con fattore moltiplicativo superiore (tutte le date sono antecedenti all'entrata in vigore della legge capitali).

Tabella 3.3: descrizione delle società italiane che adottano soluzioni di moltiplicazione di voto¹⁶⁰

Tipo società	Numero	Percentuale
Società a voto maggiorato ordinario	57	75,0%
Società a voto maggiorato rafforzato: 3 voti per azione	2	2,6%
Società a voto maggiorato rafforzato: 10 voti per azione	11	14,5%
Società con voto plurimo	6	7,9%
Totale	76	100,0%

Dall'osservazione della *tabella 3.3* si è deciso di analizzare più in dettaglio il grado di adozione del voto maggiorato in seguito alla Legge Capitali (*figura 3.7*): in particolare si è rilevato come 13 delle 70 società a voto maggiorato (18,6%) abbiano aderito al voto maggiorato rafforzato, mentre 8 società che si sono quotate in seguito all'uscita della Legge Capitali (11,4%) hanno deciso di mantenere la maggioranza ordinaria. Il rimanente e preponderante 70% delle società ha ammesso maggioranza ordinaria del voto (art. 127-quinquies, comma 1 T.U.F.).

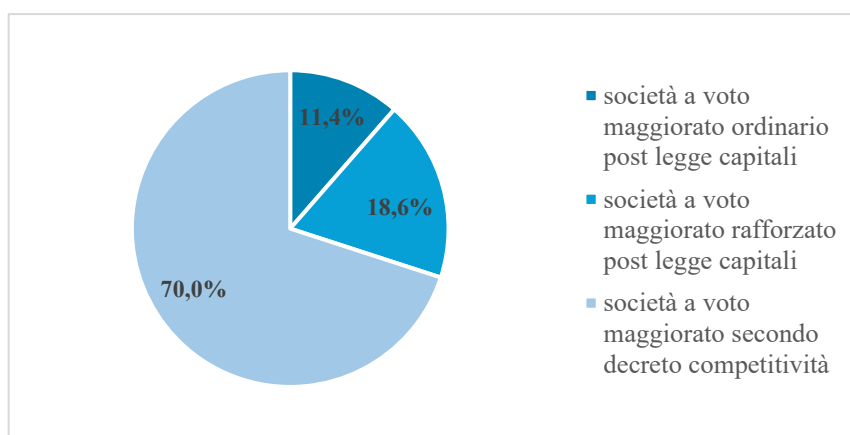


Figura 3.7: composizione percentuale delle società italiane a voto maggiorato

Infine, come previsto dalla normativa, la totalità delle società che avevano ammesso l'emissione di azioni a voto plurimo pre-quotazione lo hanno fatto prima dell'entrata in vigore della Legge Capitali.

¹⁶⁰ Rielaborazione personale a partire dall'analisi CONSOB in <https://www.consob.it/web/area-pubblica/quotate/voto-maggiorato-e-plurimo>

CAPITOLO 4:

Rischi vs opportunità: un'analisi empirica del mercato italiano

4.1 Un'analisi empirica sul voto maggiorato

4.1.1 I modelli considerati

Nel capitolo precedente di questo lavoro si è analizzata l'evoluzione della struttura normativa culminata con la Legge Capitali del 2024. In merito, si sono osservati i dati di adesione alle nuove normative. In particolare, si è osservato come il voto plurimo non sia ancora considerato una soluzione impattante per le società italiane¹⁶¹. Rilevante è emerso essere l'impiego di soluzioni di maggiorazione del voto. Tuttavia, per comprendere se tale istituto sia economicamente efficiente è necessario analizzare il suo impatto sulle performance aziendali in termini economici. Per svolgere questo lavoro è necessario l'impiego di strumenti statistici più rigorosi. Data la recente introduzione della legge Capitali, novità recente per offrire serie temporali significative, si è deciso di focalizzarsi sull'impatto delle azioni a voto maggiorato, dalla loro introduzione al quadro precedente il loro aggiornamento normativo. Quest'analisi si incentra sulle ripercussioni dell'adozione del voto maggiorato sulla governance e sulle performance economiche delle imprese italiane. Riprendendo gli studi dei due contributi empirici più rilevanti condotti sul mercato italiano: dalla *ECGI*¹⁶² dal titolo *Bolstering Family Control: Evidence from Loyalty Shares*¹⁶³ e dal più recente lavoro condotto da Maria Lucia Passador in *Game of Votes: Loyalty Shares and the New Battleground for Corporate Control*¹⁶⁴. Le analisi empiriche vertono sulle società italiane quotate considerando l'adozione e l'impatto del decreto Competitività. Il voto maggiorato venne implementato a partire da gennaio 2015, permettendo di

¹⁶¹ Vedasi il suo grado di adozione nelle imprese italiane in *tabella 3.3* (capitolo 3).

¹⁶² European Corporate Governance Institute

¹⁶³ E. BAJO, M. BARBI, M. BIGELLI, E. CROCI, *Bolstering Family Control: Evidence from Loyalty Shares*, in *ECGI - Finance Working Paper*, n. 619/2019, aprile 2020

¹⁶⁴ M. L. PASSADOR, *Game of Votes: Loyalty Shares and the New Battleground for Corporate Control*, 2024, reperibile in <https://ssrn.com/abstract=5024879>.

comparare i dati pre e post adozione. I dataset considerati sono robusti¹⁶⁵ e l'implementazione delle azioni a voto maggiorato è stata documentata utilizzando i dati forniti dalla CONSOB che gestisce un registro completo delle aziende che lo adottano.

4.1.2 Il quadro presente nel periodo delle *loyalty share*

Lo studio esamina come l'impiego di *loyalty share* influenzi i conflitti di agenzia ed il fenomeno dello *short termism* nei mercati finanziari riflettendo sulla protezione agli azionisti di minoranza ed il rischio di *entrenchment*. Considerando il tema dalla prospettiva della teoria dell'agenzia, le *loyalty share* sono uno strumento che mira a diminuire l'opportunismo manageriale e ridurre la ricerca di ritorni immediati, promuovendo una cultura di amministrazione responsabile in cui le decisioni manageriali riflettono meglio gli interessi aziendali a lungo termine. Se tali meccanismi sono implementati in modo efficace, contribuiscono a mitigare i problemi di agenzia tra dirigenza e i fornitori di capitale¹⁶⁶. Nella teoria dell'agenzia si esplorano le dinamiche tra principale-agente in un contesto di informazione asimmetrica e divergenza di interessi. In questo contesto, si analizza la dinamica tra azionisti di maggioranza e di minoranza. I primi esercitano un'influenza significativa in quanto agiscono da azionisti di controllo mentre i secondi detengono un'influenza limitata. In questo panorama, nascono le preoccupazioni in materia di agenzia in quanto gli azionisti di maggioranza possono favorire strategie di consolidamento del controllo. Tali rischi accrescono la necessità di meccanismi di

¹⁶⁵ L'analisi condotta da Bajo copre il periodo 2015-2019 ed è costituita da un insieme di 260 società italiane quotate, utilizza il dataset *Refinitiv* (disponibile al link <https://developers.lseg.com/en/api-catalog/refinitiv-data-platform/refinitiv-data-libraries>). L'analisi condotta da Passador riguarda un orizzonte temporale più lungo (2013-2022) contando 412 imprese italiane. Il dataset è composto legando *LSEG Data & Analytics* (provider di dati finanziari e di mercato in <https://www.lseg.com/en/data-analytics>), il database *AIDA* (database di *Bureau van Dijk - Moody's Analytics*, con dati di bilancio, informazioni anagrafiche delle società italiane, disponibile in <https://www.moody.com/web/en/us/capabilities/company-reference-data/orbis.html>) e *Zephyr* per le attività di M&A (IPO, operazioni di Merger & Acquisition e private equity).

¹⁶⁶ M. L. PASSADOR, *Game of Votes: Loyalty Shares and the New Battleground for Corporate Control*, 2024, p.4-5, reperibile in <https://ssrn.com/abstract=5024879>. Nella nota 13 in particolare, la ricerca evidenzia come allineare gli interessi del management con gli obiettivi aziendali può promuovere una governance responsabile (AGRAWAL & KNOEBER (1996)). Studi empirici sulla proprietà e controllo del management offrono spunti complementari su come tale strumento possa creare valore nel lungo termine e ridurre i problemi di agenzia. (HALMAN (2010)).

governance che allineano gli interessi delle due parti in modo efficiente. L'allineamento degli interessi risulta quindi essere la chiave al problema. Da una parte si mitiga il ricorso ai risultati trimestrali privilegiando la crescita sostenibile mentre dall'altro lato nasce una leva di controllo per gli azionisti di maggioranza. Interessante è comprendere i principali motivi che hanno spinto le società italiane ad adottare questo strumento, domandandosi se si tratti di una volontà di privilegiare una visione a lungo termine¹⁶⁷ o la ricerca di stabilità del controllo¹⁶⁸.

Iniziamo esaminando il tasso di adozione delle azioni a voto maggiorato. Il numero di società che impiegavano tale istituto, nel periodo compreso tra il 2015 e il 2019 era di 49, circa un quinto delle società¹⁶⁹ in esame, evidenziando un risultato significativo. Considerando i dati presenti in *tabella 4.1* osserviamo come la quota media dell'azionista di maggioranza sia del 55,4% mentre il secondo azionista in termini di capitale possieda una quota molto esigua (6,2%), questo evidenzia come l'Italia sia rappresentata da proprietà concentrata e familiare¹⁷⁰. Inoltre, l'analisi riportata evidenzia come siano gli azionisti di maggioranza a votare a favore dell'introduzione del voto maggiorato, d'ora in avanti VM, (88% in media) mostrando che se non si fosse espresso l'azionista di controllo la mozione sarebbe stata respinta dal capitale rimanente rappresentato. Questo suggerisce che i benefici dell'introduzione di tale istituto vengano percepiti dalla base azionaria di controllo ed evidenziando una valutazione negativa da parte della minoranza, in particolar modo dagli investitori istituzionali¹⁷¹.

¹⁶⁷ M. L. PASSADOR, *Game of Votes: Loyalty Shares and the New Battleground for Corporate Control*, 2024, p. 7, reperibile in <https://ssrn.com/abstract=5024879>.

¹⁶⁸ E. BAJO, M. BARBI, M. BIGELLI, E. CROCI, *Bolstering Family Control: Evidence from Loyalty Shares*, in *ECGI - Finance Working Paper*, n. 619/2019, 2020, p. 3.

¹⁶⁹ "About 19% of the sample companies have introduced loyalty share". E. BAJO, M. BARBI, M. BIGELLI, E. CROCI, *Bolstering Family Control: Evidence from Loyalty Shares*, in *ECGI - Finance Working Paper*, n. 619/2019, 2020, p. 10.

¹⁷⁰ E. BAJO, M. BARBI, M. BIGELLI, E. CROCI, *Bolstering Family Control: Evidence from Loyalty Shares*, in *ECGI - Finance Working Paper*, n. 619/2019, 2020, p. 3. Evidenzia come l'azionista di maggioranza sia tipicamente una proprietà familiare con più del 50% dell'equity

¹⁷¹ E. BAJO, M. BARBI, M. BIGELLI, E. CROCI, *Bolstering Family Control...*, p. 5

Tabella 4.1: risultati delle votazioni dell'assemblea generale straordinaria che ha approvato il VM¹⁷²

<i>All firms</i>	<i>N</i>	<i>Mean</i>	<i>SD</i>	<i>Min</i>	<i>Median</i>	<i>Max</i>
<i>First shareholder's equity capital, %</i>	43	55.4	11.0	30.7	54.1	88.5
<i>Second shareholder's equity capital, %</i>	43	6.2	7.1	0.0	4.2	28.8
<i>Equity capital at the EGM, %</i>	43	68.0	12.9	37.0	70.6	88.2
<i>Capital voting in favour, %</i>	43	60.5	9.9	37.0	60.2	85.5
<i>Capital voting against, %</i>	43	7.4	8.0	0.0	3.8	24.7
<i>Abstentions/not voting, %</i>	43	0.1	0.4	0.0	0.0	2.6
<i>Before January 31, 2015</i>						
<i>First shareholder's equity capital, %</i>	3	52.6	1.3	51.0	52.7	54.1
<i>Second shareholder's equity capital, %</i>	3	7.0	2.7	5.1	5.1	10.8
<i>Equity capital at the EGM, %</i>	3	79.4	3.1	75.0	81.2	82.0
<i>Capital voting in favour, %</i>	3	57.6	3.3	53.6	57.3	61.8
<i>Capital voting against, %</i>	3	21.8	2.2	19.4	21.4	24.7
<i>Abstentions/not voting, %</i>	3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

4.1.3 Le ipotesi considerate

Sulla base di questo quadro, consideriamo la *tabella 4.2* che riassume le statistiche descrittive del campione analizzato e testa la differenza statistica dei valori di media e mediana. I risultati mostrano come le società che impiegano VM siano più piccole a livello di media considerando le variabili *Total Assets* e *Sales* ma queste differenze non risultano statisticamente significative in termini di mediana. In termini finanziari le società a VM risultano di maggior valore (mediana significativa all'1% dell'Indice Q di Tobin¹⁷³: società a VM: 1,2 vs 1,1) e maggiormente profittevoli in termini di ROA (sia la differenza di medie che le mediane risultano significative all'1% ed in favore delle società a voto maggiorato).

¹⁷² La tabella mostra i risultati delle votazioni dell'assemblea generale straordinaria che ha modificato lo statuto sociale e approvato le azioni a voto maggiorato, come riportato nel verbale dell'assemblea. Rispetto al numero di società adottanti tale istituto (49), 6 di esse hanno adottato le azioni a VM in fase di preparazione dell'IPO e, pertanto, alla data dell'ESM erano private. Le 3 società riportate nella parte inferiore della tabella (Astaldi, Amplifon e Campari) hanno adottato le azioni a VM prima del 31 gennaio 2015, quando era richiesta la maggioranza semplice dei voti (anziché la maggioranza qualificata dei due terzi dei voti). E. BAJO, M. BARBI, M. BIGELLI, E. CROCI, *Bolstering Family Control: Evidence from Loyalty Shares*, in *ECGI - Finance Working Paper*, n. 619/2019, 2020, p. 32

¹⁷³ Indice che misura la percezione dell'impresa da parte del mercato. È definito come il rapporto tra il valore di mercato dell'impresa e il costo di rimpiazzo degli asset. Se questo indicatore è maggiore di 1 il mercato valuta l'impresa più dei suoi asset riflettendo una fiducia del mercato nella capacità dell'impresa a creare valore. Un rapporto minore di 1 riflette una valutazione negativa su come il management utilizzi gli asset aziendali.

Tabella 4.2: statistiche descrittive delle società suddivise con e senza VM¹⁷⁴

Variable	Loyalty shares					No loyalty shares					Difference	
	N	Mean	Median	Min	Max	N	Mean	Median	Min	Max	Mean	Median
Financials												
Total assets, € mln	220	1,309.5	533.2	8.2	8,952.4	907	13,750.4	632.5	4.7	207,444.0	-12,440.9 ***	-99.3
Sales, € mln	220	892.5	430.0	0.0	6,134.4	904	3,257.5	286.4	0.0	83,577.0	-2,365.0 **	143.6
Leverage, %	220	26.2	25.3	0.0	63.7	904	28.9	27.8	0.0	87.9	-2.7 *	-2.5
CAPEX, %	216	3.1	2.3	0.0	21.1	875	2.6	1.5	0.0	22.2	0.6 *	0.8 ***
Tobin's Q	220	1.6	1.2	0.5	6.7	906	1.3	1.1	0.5	6.7	0.2 ***	0.1 ***
ROA, %	220	3.3	3.2	-33.0	24.9	907	-0.1	1.1	-52.8	24.9	3.4 ***	2.2 ***
Dividend-paying dummy, %	220	68.2	-	-	-	906	60.8	-	-	-	7.4 *	-
Cash, %	220	14.0	12.0	0.0	84.5	907	11.1	8.4	0.0	87.0	2.9 **	3.6 ***
Ownership and governance												
Family control dummy, %	224	91.1	-	-	-	923	58.5	-	-	-	32.6 ***	-
Family board dummy, %	224	84.8	-	-	-	922	50.2	-	-	-	34.6 ***	-
Family no board dummy, %	224	6.3	-	-	-	922	8.2	-	-	-	-2.0	-
Family CEO/chairman dummy, %	224	78.1	-	-	-	923	40.5	-	-	-	37.6 ***	-
Family no CEO/chairman dummy, %	224	12.9	-	-	-	923	18.0	-	-	-	-5.0	-
Family CEO dummy, %	224	46.9	-	-	-	922	28.5	-	-	-	18.4 ***	-
Family no CEO dummy, %	224	44.2	-	-	-	922	29.9	-	-	-	14.3 ***	-
First shareholder's equity, %	224	52.1	53.1	9.7	84.0	923	46.7	51.0	0.0	99.5	5.4 ***	2.0 **
Institutional investors' equity, %	221	15.6	16.0	0.0	78.4	922	13.4	9.3	0.0	92.1	2.2 *	6.7 **
Board size	217	10.2	10.0	5.0	18.0	883	10.0	9.0	3.0	32.0	0.2	1.0 **
Independent directors, %	217	42.6	42.9	15.4	86.7	835	47.8	45.5	7.7	100.0	-5.2 ***	-2.6 ***
CEO duality dummy, %	217	30.9	-	-	-	883	23.3	-	-	-	7.5 *	-
Directors from minority list dummy, %	217	31.8	-	-	-	883	48.2	-	-	-	-16.4 ***	-
External growth												
SEO dummy, %	224	7.1	-	-	-	923	7.8	-	-	-	-0.7	-
Acquisition dummy, %	224	13.8	-	-	-	923	9.9	-	-	-	4.0	-
Control-enhancing mechanisms												
Dual-class firm dummy, %	224	6.7	-	-	-	923	9.3	-	-	-	-2.6	-
Pyramidal group dummy, %	224	14.3	-	-	-	923	21.0	-	-	-	-6.7 *	-
Dual-class firm 2008-2013 dummy, %	224	8.5	-	-	-	923	17.2	-	-	-	-8.7 **	-
Pyramidal group 2008-2013 dummy, %	224	16.5	-	-	-	923	28.7	-	-	-	-12.2 ***	-

A questo tema la *figura 4.1*, riguardante un'analisi più profonda, mostra i risultati dell'applicazione del test U di *Mann-Whitney*¹⁷⁵ alle due variabili, permettendo di osservare per il ROA una grande dispersione dei valori nelle società senza VM suggerendo che tali società hanno rendimenti simili ma grande volatilità del titolo. Mentre, in relazione alla valutazione del mercato si può notare come le società che non adottano tale istituto presentino *outliers* positivi molto più elevati, questo ad indicare che le loyalty share abbiano una più stabile valutazione da parte del mercato, attirando investitori che danno priorità alla crescita più stabile.

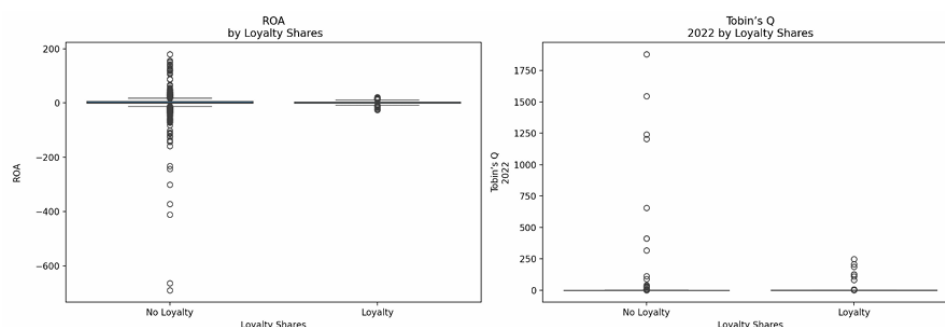


Figura 4.1: risultati del test U di *Mann-Whitney*¹⁷⁶

¹⁷⁴ E. BAJO, M. BARBI, M. BIGELLI, E. CROCI, *Bolstering Family Control: Evidence from Loyalty Shares*, in *ECGI - Finance Working Paper*, n. 619/2019, 2020, p. 33. Tabella 3.

¹⁷⁵ Si tratta di un test non parametrico utilizzato per confrontare due gruppi indipendenti anche in assenza di normalità dei dati. Tale indice determina la significatività statistica usando il p-value.

¹⁷⁶ M. L. PASSADOR, *Game of Votes: Loyalty Shares and the New Battleground for Corporate Control*, 2024, p. 22, reperibile in <https://ssrn.com/abstract=5024879>,

Proseguendo, le statistiche descrittive mostrano livelli di liquidità mediamente superiori nelle società a VM (variabile *cash* con mediana 12 vs 8,4, differenza significativa all'1%). Tuttavia, questa differenza non regge al controllo multivariato proposto in *tabella 4.3* che considera il fattore tempo¹⁷⁷. I risultati di questa analisi non consentono di attribuire all'adozione del voto maggiorato¹⁷⁸ un effetto causale sui livelli di cassa in nessuno dei tre modelli considerati. La divergenza tra i due risultati è metodologicamente attesa: le statistiche descrittive catturano differenze grezze tra i due gruppi senza considerare aspetti strutturali che influenzano i livelli di liquidità. In relazione ai dividendi pagati si osserva una differenza di medie statisticamente significativa solo alla soglia del 10% in relazione alla variabile *Dividend-paying dummy*. Su questa osservazione lo studio condotto dalla Passador mostra un trend opposto: le società a voto maggiorato presentano in media una riduzione del 71%¹⁷⁹ rispetto alle imprese che non adottano tale strumento. Lo studio indaga sulla significatività statistica per mezzo di un'analisi di regressione lineare multipla riportata in *tabella 4.4*. I risultati dell'analisi mostrano un effetto di riduzione dei dividendi nelle imprese con VM di notevole entità in termini economici, ma tale effetto non raggiunge la soglia di significatività statistica¹⁸⁰ in nessuno dei tre modelli analizzati. Questo disallineamento tra rilevanza economica e robustezza statistica è metodologicamente rilevante: la dimensione del campione e la variabilità dei dati non consentono di escludere che la differenza osservata sia attribuibile alla variazione casuale. Il dato va quindi interpretato come un segnale descrittivo da monitorare su orizzonti temporali più lunghi piuttosto che un'evidenza causale consolidata.

¹⁷⁷ L'analisi considera che l'introduzione delle *loyalty share* possa avere un effetto a medio termine sulle variabili in esame, pertanto, sono state introdotte le colonne *Model (1)* che cattura l'effetto immediato dell'adozione di azioni a VM nell'anno dell'introduzione, con quindi la variabile binaria *Loyalty=1*, *Model (2)* e *Model (3)* mostrano l'impatto delle variabili negli anni $t+1$ e $t+2$.

¹⁷⁸ Il valore della statistica t pari a $-1,12745$, relativa alla variabile *loyalty* nel *Model (1)* non risulta significativa neppure ad un livello di significatività del 10% (valore critico $-1,645$). Questo fenomeno si presenta anche per il periodo $t+1$ ($-1,32731$ rappresentante il valore con differenza maggiore negli anni seppur non significativo) e $t+2$ ($-0,19156$).

¹⁷⁹ M. L. PASSADOR, *Game of Votes...*, p.28. Una verifica dei dati mostra che i dividendi distribuiti da società con VM siano 39532\$ mentre le società senza voto maggiorato distribuiscono 138115,6\$. M. L. PASSADOR, *Game of Votes: Loyalty Shares and the New Battleground for Corporate Control*, 2024, p.18, reperibile in <https://ssrn.com/abstract=5024879>

¹⁸⁰ Il valore della statistica t pari a $-0,7833$, relativa alla variabile *loyalty* nel *Model (1)* non risulta significativa neppure ad un livello di significatività del 10% (valore critico $-1,645$). Questo fenomeno si presenta anche per il periodo $t+1$ ($-1,06821$) e $t+2$ ($-1,17973$).

Tabella 4.3: effetti dell'introduzione del VM nella liquidità aziendale¹⁸¹

VARIABLES	MODEL CASH	(1) MODEL CASH	(2) MODEL CASH	(3)
LOYALTY	-0.0115 (0.0102)	-0.0137 (0.0104)	-0.00177 (0.00924)	
AGE	0.00417*** (0.00114)	0.00257** (0.00120)	0.00233 (0.00143)	
ROA	-8.60e-05 (0.000386)	0.000570 (0.000369)	0.000661** (0.000321)	
LEVERAGE	-0.000629 (0.000472)	0.000554** (0.000254)	-0.000294 (0.000312)	
LN_TOT_ASSETS	-0.0137** (0.00536)	-0.00443 (0.00450)	0.00663 (0.00649)	
Y = 2014	0.00269 (0.00518)	-0.00573 (0.00508)	0.00571 (0.00598)	
Y = 2015	-0.000913 (0.00612)	0.00337 (0.00588)	-0.000855 (0.00501)	
Y = 2016	0.00866 (0.00675)	-0.00319 (0.00528)	0.00820 (0.00584)	
Y = 2017	-0.00292 (0.00549)	0.00489 (0.00581)	0.0229*** (0.00541)	
Y = 2018	0.00811 (0.00635)	0.0200*** (0.00558)	0.0335*** (0.00565)	
Y = 2019	0.0188*** (0.00556)	0.0308*** (0.00592)		
Y = 2020	0.0307*** (0.00572)			
CONSTANT	0.145*** (0.0495)	0.0846* (0.0451)	0.0313 (0.0581)	
OBSERVATIONS	3,063	2,693	2,325	
R-SQUARED	0.037	0.037	0.044	
NO. FIRMS	379	374	368	
ROBUST STANDARD ERRORS IN PARENTHESES				
*** P<0.01, ** P<0.05, * P<0.1				

Tabella 4.4: effetti del VM sulla politica dei dividendi¹⁸²

VARIABLES	MODEL DIVIDENDS	(1) MODEL DIVIDENDS	(2) MODEL DIVIDENDS	(3)
LOYALTY	-17,908 (22,574)	-20,749 (19,424)	-19,843 (16,820)	
CASH	-59,054 (73,623)	-43,134 (44,917)	-33,269 (32,963)	
AGE	5,890 (6,315)	8,874 (6,252)	8,798 (6,112)	
ROA	1,452*** (435.2)	865.4 (531.2)	153.5 (638.7)	
LEVERAGE	5,485 (5,103)	3,232 (3,320)	650.8 (1,871)	
LN_TOTASSETS	1,059 (18,700)	-13,271 (18,304)	-11,105 (18,894)	
Y = 2014	-10,957 (9,514)	-4,253 (6,514)	-3,219 (2,633)	
Y = 2015	-14,863 (11,622)	-7,640 (6,008)	852.3 (3,665)	
Y = 2016	-15,465 (10,057)	-3,776 (5,160)	1,507 (4,282)	
Y = 2017	-8,368 (6,527)	-1,112 (4,980)	-6,061 (10,738)	
Y = 2018	-3,964 (4,683)	-8,411 (12,262)	-3,193 (7,364)	
Y = 2019	-8,979 (11,605)	-5,116 (7,900)	-	
Y = 2020	-2,640 (7,113)	-	-	
Y = 2021	-	-	-	
CONSTANT	-109,471 (82,486)	-12,088 (64,197)	-24,088 (92,051)	
OBS.	1,118	1,020	911	
R-SQUARED	0.021	0.022	0.021	
NO. FIRMS	203	203	200	
ROBUST STANDARD ERRORS IN PARENTHESES				
*** P<0.01, ** P<0.05, * P<0.1				

¹⁸¹ M. L. PASSADOR, *Game of Votes...*, p. 33. Questi valori determinano la non significatività statistica del VM nei livelli di liquidità aziendale (*p-value* superiore a ogni livello di significatività 1%, 5%, 10%).

¹⁸² M. L. PASSADOR, *Game of Votes...*, p. 29

La seconda parte della *tabella 4.2* si focalizza invece sulla struttura proprietaria tra adottanti o meno del voto maggiorato. I risultati suggeriscono una maggiore concentrazione della proprietà nelle società a VM: sia nei valori medi¹⁸³ che mediani¹⁸⁴. Inoltre, il controllo familiare risulta significativamente superiore nelle società adottanti tale istituto (*Family control dummy* 91,1% vs 58,5%)¹⁸⁵ suggerendo che l'adozione delle loyalty share sia significativamente superiore nei contesti in cui il gruppo familiare sia presente nei consigli di amministrazione¹⁸⁶. Statisticamente significativo è il dato suggerito dalla variabile *Directors from minority list* che pende a favore delle società che non adottano voto maggiorato (no VM: 48,2% vs 31,8). Tale risultato indica una minore presenza di amministratori espressione delle minoranze nei CdA delle società a voto maggiorato, correlazione coerente con l'ipotesi che l'adozione di tali strumenti si accompagni ad una struttura di governance più concentrata. Infine, i risultati relativi ad aumenti di capitale ed acquisizioni non evidenziano differenze nei sottocampioni, né indicano un impiego statisticamente significativo di tali operazioni per sostenere la crescita esterna o il finanziamento¹⁸⁷.

Rilevante è l'analisi riportata in *figura 4.2* riguardante l'impiego di questo istituto, interrogandosi se sia uno strumento utilizzato dall'azionista di maggioranza, per ridurre la propria partecipazione senza perdere il controllo.

¹⁸³ *First shareholder's equity* VM: 52,1 rispetto 46,7 delle società senza maggiorazione del voto. Significatività all'1%

¹⁸⁴ VM: 53,1 rispetto 51,0 delle società senza VM. Significatività statistica 5%

¹⁸⁵ Tale presenza familiare risulta essere significativa anche nei CdA con la variabile *Family Board* che risulta significativa all'1% nel modello di regressione logit. Vedasi E. BAJO, M. BARBI, M. BIGELLI, E. CROCI, *Bolstering Family Control: Evidence from Loyalty Shares*, in *ECGI - Finance Working Paper*, n. 619/2019, 2020, p. 42. Tabella 12, Panel B

¹⁸⁶ E. BAJO, M. BARBI, M. BIGELLI, E. CROCI, *Bolstering Family Control...*, p.17

¹⁸⁷ "Loyalty dummy and Post loyalty are insignificant in all specifications. This evidence rules out the hypothesis that loyalty shares are used to preserve family control in times of external growth or financing". E. BAJO, M. BARBI, M. BIGELLI, E. CROCI, *Bolstering Family Control...*, p. 22



Figura 4.2: andamento nel tempo della quota di capitale (in blu) rispetto al diritto di voto del primo azionista (in arancione). Il periodo $t=0$ indica l'anno di introduzione del voto maggiorato¹⁸⁸

Questa dinamica mostra l'andamento negli anni precedenti all'introduzione e gli effetti del VM: prima dell'adozione non esiste distinzione tra capitale posseduto e potere di voto per il principio OSOV, a partire dall'anno due (primo anno in cui sorge la maggioranza del voto) emerge una riduzione della partecipazione dell'azionista di maggioranza (da 55% a circa il 50% in $t=3$) a cui si contrappone un aumento dei diritti di voto. Questo risultato suggerisce come il primo azionista diminuisca la propria partecipazione nella società senza perdervi il controllo, suggerendo tale istituto come adeguato a rafforzare il controllo. In particolare, concorde è il risultato di un'analisi multivariata proposta da Bajo¹⁸⁹ indicando una riduzione della partecipazione in seguito all'introduzione della maggioranza¹⁹⁰. A questo tema, lo studio condotto sul campione di società 2013-2022 si focalizza sul testare se le imprese che adottano VM presentino una struttura proprietaria più stabile. Il risultato di tale test evidenzia una differenza statisticamente

¹⁸⁸ L'effetto dell'istituto sui diritti di voto multiplo si osservano da $t=2$ ovvero dallo scattare della maggioranza. Vedasi E. BAJO, M. BARBI, M. BIGELLI, E. CROCI, *Bolstering Family Control...*, p. 44

¹⁸⁹ E. BAJO, M. BARBI, M. BIGELLI, E. CROCI, *Bolstering Family Control...*, p. 38, tabella 8. Si osserva una significatività statistica (10%) della variabile *Post loyalty* che cattura l'effetto di variazione del valore dell'impresa successiva all'introduzione del VM in tutti e quattro i modelli.

¹⁹⁰ "Post Loyalty suggests that the holdings of the first shareholder are reduced by about 2.5 percent on average after loyalty shares are in place". E. BAJO, M. BARBI, M. BIGELLI, E. CROCI, *Bolstering Family Control...*, p. 21. Riprende i risultati presenti in tabella 8.

significativa¹⁹¹ in termini di stabilità proprietaria tra aziende con e senza azioni a voto maggiorato. Inoltre, l'analisi di regressione riportata in *tabella 4.5* permette di osservare come, sebbene gli effetti delle azioni di fedeltà non siano immediati¹⁹², gli azionisti di maggioranza sono incentivati a consolidare le proprie partecipazioni¹⁹³.

È di interesse osservare che le imprese più grandi, tendono ad avere una quota più alta detenuta dal socio di maggioranza¹⁹⁴, questo indica che società di maggiori dimensioni hanno strutture proprietarie più concentrate.

¹⁹¹ Risultati della *statistica t*: -3,763745 ed un *p-value*: 0,000017. Vedasi M. L. PASSADOR, *Game of Votes...*, p.26. Tali risultati portano a rifiutare l'ipotesi nulla (imprese con VM non mostrano una maggiore stabilità proprietaria) in favore di H_1 a un livello di significatività del 1%.

¹⁹² Il valore della *statistica t* pari a 1,2755, relativa alla variabile *loyalty* nel *Model (1)* non risulta significativa neppure ad un livello di significatività del 10%.

¹⁹³ Il valore della *statistica t* in relazione alle società con azioni a VM nei periodi $t+1$ (valore 2,1584 superiore alla soglia di 1,96) e $t+2$ (2,1663) risulta essere significativa ad un livello di significatività del 5%.

¹⁹⁴ La feature che individua tale aspetto, *LN_TOTASSETS* considerato un proxy della dimensione aziendale, è statisticamente significativa in tutti e tre i modelli con un livello di significatività del 5%, inoltre, il valore dell'attributo è crescente.

Tabella 4.5: effetti delle azioni a VM sulla partecipazione del socio di maggioranza¹⁹⁵

VARIABLES	MODEL (1) MAIN_SHAREHOL DER	MODEL (2) MAIN_SHAREHOL DER	MODEL (3) MAIN_SHAREHOL DER
LOYALTY	2.463 (1.931)	5.355** (2.481)	7.099** (3.277)
CASH	-1.621 (3.959)	-4.777 (7.666)	-8.641 (13.31)
AGE	-1.108*** (0.376)	-0.495* (0.281)	-3.562** (1.268)
ROA	-0.0350** (0.0171)	-0.0233 (0.0175)	-0.0507 (0.0368)
LEVERAGE	-0.037 (0.0398)	-0.0207 (0.0453)	-0.0645 (0.0582)
LN_TOTASSETS	1.635** (0.823)	2.753** (1.299)	4.904** (2.168)
Y = 2014	-6.452** (2.689)	14.79* (7.625)	-10.30 (7.295)
Y = 2015	9.102 (6.980)	3.259 (3.413)	-10.49** (5.287)
Y = 2016	-1.155 (3.981)	0.430 (0.713)	-6.981* (3.786)
Y = 2017	-3.012 (1.835)	1.115 (1.008)	-5.399** (2.521)
Y = 2018	-1.953 (1.274)	-0.513 (0.437)	-2.930** (1.330)
Y = 2019	-2.420** (1.154)	-0.159 (0.349)	
Y = 2020	-1.252* (0.733)		
Y = 2021, OMITTED			
Y = 2020, OMITTED			
Y = 2019, OMITTED			
CONSTANT	13.78 (9.414)	-16.68* (9.398)	43.63* (25.92)
OBS.	2,654	2,347	2,040
R-SQUARED	0.012	0.013	0.016
NO. FIRMS	375	370	366

Consideriamo ora l'adozione della maggiorazione del voto in relazione ad aspetti dimensionali e del ciclo di vita dell'impresa. In relazione alla dimensione aziendale, si può notare come l'adozione del VM avviene maggiormente tra le aziende grandi e molto grandi¹⁹⁶ (tabella 4.6).

Tabella 4.6: quote della adozione al VM in base alla dimensione aziendale¹⁹⁷

Size category	Adoption rate (%)	Number of companies
Small	0.2087682672	958
Medium	2.9258098224	957
Large	17.7638453501	957
Very Large	13.7787056367	958

Il grado di maturità aziendale è stato costruito attraverso un processo di *maturity analysis* costruendo un indicatore composito che sintetizza quattro dimensioni

¹⁹⁵ M. L. PASSADOR, Game of Votes..., p. 28

¹⁹⁶ La definizione delle categorie è basata sui quartili della variabile *Total Assets* del dataset, proxy della dimensione aziendale. In particolare, la categoria *Small* si riferisce al 25-esimo percentile della distribuzione, *Medium* al 50-esimo percentile, *Large* al 75-esimo ed infine *Very Large* rappresentano l'ultimo 25-esimo percentile. M. L. PASSADOR, Game of Votes: The Lifecycle..., p. 25

¹⁹⁷ M. L. PASSADOR, Game of Votes: The Lifecycle Effects of Tenure Voting, 2025, p. 25, reperibile in <https://ssrn.com/abstract=5223830>

strutturali dell'impresa¹⁹⁸. In *figura 4.3* è rappresentato il tasso di adozione del VM in relazione al grado di maturità. È di interesse notare che le imprese mature presentino livelli di adozione significativamente superiori (17,14% contro valori attestanti il 5% delle altre categorie). I dati suggeriscono che le imprese in una fase avanzata di vita beneficino di stabilità finanziaria, visione strategica e più efficace abilità nell'implementazione di tali strumenti.

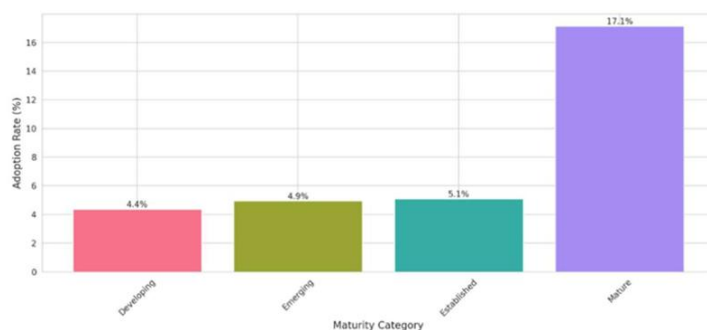


*Figura 4.3: grado di adozione del VM in base alla maturità aziendale*¹⁹⁹

Consideriamo infine in tema del volume di azioni scambiate. Dall'analisi delle statistiche descrittive riportate in *tabella 4.7*, si nota una significativa riduzione della variabile *avg_trading_volume* nelle società a VM (83,2%).

*Tabella 4.7: metriche di mercato medie per le aziende con e senza VM*²⁰⁰

loyalty_group	avg_trading_volume	avg_share_price	avg_dividends	avg_eps	avg_revenue_per_share	count
With Loyalty Shares	7006932.6965 8425	13.2516990 407281	39532.25257727 27	0.5800699 64664311	9.733683240 68193	332
Without Loyalty Shares	41818521.045 3666	16.4899713 942847	138115.6169212 66	- 15.924818 2294615	23.92771353 2097	3788

¹⁹⁸ Il *maturity score* si compone delle variabili: *Total Assets*, *Employees*, *Revenues* e *Net Working Capital* (o capitale circolante netto ovvero la quantità di risorse a breve termine che l'impresa può utilizzare per finanziare le proprie operazioni correnti). Ogni variabile è stata resa confrontabile con le altre e l'indicatore risultante è utilizzato per attribuire a ciascuna impresa una delle quattro categorie di maturità: *Emerging*, *Developing*, *Established* e *Mature*. M. L. PASSADOR, *Sunset Clauses...*, p.25

¹⁹⁹ M. L. PASSADOR, *Sunset Clauses...*, p.25

²⁰⁰ M. L. PASSADOR, *Game of Votes: The Lifecycle Effects of Tenure Voting*, 2025, p.12, reperibile in <https://ssrn.com/abstract=5223830>. Lo studio evidenzia anche un andamento simile considerando le mediane. Società a VM: 1,672,381 vs 14.287,915 (riduzione dell'88%). M. L. PASSADOR, *Game of Votes: The Lifecycle...*, p.47

Lo studio procede testando la significatività statistica di tale differenza²⁰¹. I risultati di questo test enfatizzano una differenza statisticamente significativa²⁰² in favore della riduzione del volume di transazioni non attribuibile a normali fluttuazioni casuali. Un'ulteriore analisi di regressione è stata condotta inserendo l'effetto temporale: i risultati dell'analisi, riassunti in *tabella 4.8*, evidenziano una statisticamente significativa relazione negativa tra VM e il volume di transazioni in tutti e tre i modelli²⁰³. È interessante osservare che l'effetto, seppur sempre significativo del fenomeno, è decrescente nel tempo. I risultati dell'analisi suggeriscono quindi una riduzione del volume di transazioni nelle società che adottano soluzioni di voto maggiorato ponendo l'accento su una potenziale riduzione della liquidità del mercato. Tale fenomeno si conferma anche nel sottocampione relativo alle *emerging companies* evidenziando una riduzione statisticamente significativa dell'attività di scambio²⁰⁴. Questo risultato suggerisce che la maggior stabilità proprietaria prodotta dal voto maggiorato incide negativamente sulla liquidità del titolo anche nelle fasi iniziali del ciclo di vita societario.

²⁰¹ H_0 (*ipotesi nulla*): le società che impiegano VM non registrano una differenza significativa del volume di scambi rispetto alle società che non lo implementano

H_1 (*ipotesi alternativa*): le società che utilizzano la maggiorazione del voto registrano un volume di scambi inferiore rispetto alle società che non lo impiegano. M. L. PASSADOR, *Game of Votes: The Lifecycle...*, p. 45

²⁰² Statistica t : -2,56 e relative p -value: 0,0105 inferiore alla soglia di significatività del 5%. M. L. PASSADOR, *Game of Votes: The Lifecycle Effects of Tenure Voting*, 2025, p.46

²⁰³ *Model (1)* relativa al periodo t : stat: -11,4707 di conseguenza significativo a un livello di significatività dell'1%. *Model (2)* $t+1$: stat: -10,243 significativo all'1%. Infine, *Model (3)* relativa al periodo $t+2$: stat: -8,9826 significativo all'1%.

²⁰⁴ I risultati del *Model (1)* relativo all'adozione del VM nel periodo t : -4,2573 significativo al 5%; *Model (2)* relativo all'adozione del VM nel periodo $t+1$: -3,7636; *Model (3)* relativo all'adozione del VM nel periodo $t+2$: -3,3452. Questi valori portano tutti al rigetto della non differenza di volumi di scambi ad un livello di significatività del 5%. Dai valori si può osservare come il fenomeno sia significativo ma decresca con il tempo (valore dei coefficienti passa da -1,0754 in t a -0,8751 in $t+2$)

Tabella 4.8: effetti del VM sul volume di azioni scambiate²⁰⁵

Variable	Model (1)	Model (2)	Model (3)
const	13.7418 (0.3648)	13.7543 (0.3654)	13.7497 (0.3668)
Loyalty_Shares	-1.4499 (0.1264)	-1.3992 (0.1366)	-1.3420 (0.1494)
Debt_ratio	-0.0053 (0.0079)	-0.0045 (0.0077)	-0.0039 (0.0074)
ROA	0.0051 (0.0016)	0.0051 (0.0016)	0.0051 (0.0017)
Board_Size	0.1197 (0.0236)	0.1204 (0.0237)	0.1214 (0.0237)
ln_(Total_Assets)	0.1555 (0.0356)	0.1528 (0.0357)	0.1507 (0.0357)
Y_2014	0.3417 (0.2847)	0.3475 (0.2854)	0.3596 (0.2859)
Y_2015	0.2660 (0.2324)	0.2495 (0.2338)	0.2611 (0.2340)
Y_2016	0.2109 (0.2476)	0.2030 (0.2486)	0.1929 (0.2498)
Y_2017	0.1607 (0.2104)	0.1518 (0.2112)	0.1502 (0.2119)
Y_2018	0.0180 (0.2477)	0.0026 (0.2491)	-0.0014 (0.2501)
Y_2019	0.0210 (0.2146)	0.0036 (0.2157)	-0.0014 (0.2164)
Y_2020	-0.0427 (0.2343)	-0.0711 (0.2352)	-0.0827 (0.2359)
Y_2021	-0.4067 (0.2905)	-0.4233 (0.2922)	-0.4393 (0.2926)

4.1.4 Gli effetti delle azioni a voto maggiorato: i risultati delle analisi

I due studi presentati permettono di confrontare tematiche di rilievo in tema di voto maggiorato per la governance aziendale. In primo luogo, emerge un'adozione di tale istituto maggiore per le imprese a conduzione familiare: come evidenziato da Bajo, infatti, le società a cui capo è un gruppo familiare hanno una probabilità maggiore di adottare tale strumento²⁰⁶. Tema centrale dello studio è la convergenza sul motivo di adozione di tale istituto: diminuire la quota di partecipazione senza perdere il controllo dell'impresa²⁰⁷. Bajo sostiene che i gruppi familiari impiegano il VM per ridurre la propria esposizione finanziaria mentre la posizione di Passador in tema riconosce il fatto che il voto maggiorato non venga utilizzato per proteggere l'innovazione nascente, quanto per stabilizzare le strutture proprietarie di grandi gruppi consolidati per arginare la volatilità dei mercati (a questo scopo vedasi *figura 4.1*) relativa a risultati più stabili e meno volatili delle imprese che adottano il voto maggiorato. L'autrice enfatizza come i risultati suggeriscono che l'introduzione di queste azioni possa incentivare investimenti a lungo termine, allineando gli interessi

²⁰⁵ M. L. PASSADOR, *Game of Votes: The Lifecycle Effects of Tenure Voting*, 2025, p.47, reperibile in <https://ssrn.com/abstract=5223830>

²⁰⁶ “*Family control dummy* is strongly significant in all of our models. [...] Family firms are from 5 to 7 times more likely to opt for loyalty shares than non-family firms”. E. BAJO, M. BARBI, M. BIGELLI, E. CROCI, *Bolstering Family Control...*, p. 4

²⁰⁷ E. BAJO, M. BARBI, M. BIGELLI, E. CROCI, *Bolstering Family Control...*, p. 25

tra shareholder e focalizzando l'attenzione su una crescita sostenibile e stabile²⁰⁸. Di parere contrario risulta Lamandini, il quale sostiene che la stabilità rischi di trasformarsi in un *controllo di fatto degli incumbents* rendendo necessaria l'adesione dei soci di controllo per qualunque proposta di acquisto del controllo anche in situazioni in cui non sarebbe stato necessario²⁰⁹. Un'ulteriore considerazione riguarda il fatto che l'intento del legislatore di incentivare la stabilità si sia, in realtà, tradotto in un consolidamento degli assetti di controllo, attraverso una deviazione del tradizionale rapporto tra "potere e rischio"²¹⁰.

I dati suggeriscono che per il caso italiano, le azioni a voto maggiorato si dimostrano essere prevalentemente una caratteristica delle grandi imprese in una fase matura del loro ciclo di vita²¹¹. L'analisi del ciclo di vita delle imprese mostra come tale istituto possa risultare vantaggioso per le imprese giovani, mentre nelle imprese più mature può accentuare rischi di *entrenchment*²¹². In tal contesto i risultati dei test sulla distribuzione dei dividendi e sul livello di ritenzione di liquidità indicano che le azioni con maggiorazione del voto possono attenuare le preoccupazioni in tema di espropriazione delle minoranze. Questa rilevante conclusione emerge dalla mancanza di evidenze statistiche nel suggerire che la presenza del VM influisca nella distribuzione di minori dividendi e in maggiori livelli di liquidità trattenuta dalle imprese. In questo tema Lamandini osserva come gli azionisti di lungo periodo, mantenendo le risorse investite nella società, possono evitare la dispersione del capitale e, grazie alla maggiore influenza derivante dal voto maggiorato ottenere benefici privati²¹³ e diminuire la contendibilità del

²⁰⁸ M. L. PASSADOR, *Game of Votes: The Lifecycle Effects of Tenure Voting*, 2025, p.33, reperibile in <https://ssrn.com/abstract=5223830>

²⁰⁹ M. LAMANDINI, *Qualche spunto per il legislatore delegato in tema di voto plurimo e voto maggiorato*, in *Riv. soc.*, 2024, p. 626

²¹⁰ U. TOMBARI, "Azioni" e "diritto di voto" tra diritto societario e diritto del mercato finanziario. *Alcune riflessioni su cinquanta anni di legislazione italiana (dalla legge n.216/1974 alla legge n.21/2024)*, in *Rivista di Diritto Societario*, 2025, II, p. 221

²¹¹ M. L. PASSADOR, *Game of Votes: The Lifecycle Effects of Tenure Voting*, 2025, p.32, reperibile in <https://ssrn.com/abstract=5223830>

²¹² "younger companies may benefit more from the stability provided by enhanced voting rights, while mature companies may suffer from the entrenchment risks associated with these structures" M. L. PASSADOR, *Sunset Clauses in Tenure Voting Structures: When Corporate Power Faces the Inevitable Twilight*, 2025, p. 15, reperibile in <https://ssrn.com/abstract=5330905>

²¹³ M. LAMANDINI, *Qualche spunto per il legislatore delegato in tema di voto plurimo e voto maggiorato*, in *Riv. soc.*, 2024, p. 628

controllo rendendo più oneroso il cambio di controllo²¹⁴. Una considerazione è necessaria sull'effetto di riduzione del volume di titoli scambiati. In particolare, l'introduzione di tali istituti potrebbe rendere il mercato meno liquido. Il rischio di una possibile cristallizzazione del controllo²¹⁵ e di un mercato poco liquido rendono necessaria un'adeguata riflessione sul bilanciamento dei pesi decisionali nella governance aziendale e sull'ipotesi di introduzione di *sunset clauses* per riequilibrare la base azionaria tutelando gli interessi di tutti gli azionisti. Infine, è opportuno precisare che gli effetti osservati si riferiscono ad un contesto in cui la maggiorazione del voto consentiva unicamente il raddoppio dei diritti dopo il mantenimento del titolo; introduzione della Legge Capitali e della possibilità di prevedere la maggiorazione straordinaria potrebbe amplificare i rischi di *entrenchment* ed estromissione delle minoranze.

4.2 Un bilancio del voto plurimo

4.2.1 L'adozione del voto plurimo nel mercato regolamentato

Nel capitolo terzo di questo lavoro si è analizzato il grado di adozione del voto plurimo, osservando come solamente sei società abbiano adottato tale istituto e notando una preferenza netta delle società italiane per il voto maggiorato (vedasi *tabella 3.3*). Il voto plurimo è uno strumento adottabile da società chiuse²¹⁶, società quotate in un sistema multilaterale (MTF) e anche in mercati regolamentati con la condizione che tale strumento sia stato introdotto pre-ammissione nel mercato²¹⁷. Introdotto nel 2014 con un fattore moltiplicativo massimo pari a tre, nel 2024, con l'apporto della Legge Capitali è stato potenziato ad un massimo di 10. Considerando il mercato regolamentato *Euronext Milan* si è detto che solo sei imprese hanno deciso di impiegarlo. Analizzando gli statuti di queste società si osserva una tendenza interessante: tutte le società adottano questo strumento come

²¹⁴ M. LAMANDINI, *Qualche spunto per il legislatore delegato in tema di voto plurimo e voto maggiorato*, in *Riv. soc.*, 2024, p. 626-627

²¹⁵ M. L. PASSADOR, *Sunset Clauses in Tenure Voting Structures: When Corporate Power Faces the Inevitable Twilight*, 2025, p. 3-4, reperibile in <https://ssrn.com/abstract=5330905>.

²¹⁶ Le cui azioni non sono quindi immesse in nessun sistema di negoziazione

²¹⁷ Vedasi art. 2351 comma 4 del c.c. e l'art 127-sexies TUF

un *simil-loyalty*²¹⁸. Le società, infatti, hanno tutte il limite massimo di tre voti per azione e presentano nello statuto clausola di automatica conversione delle azioni a voto plurimo in azioni ordinarie in caso di trasferimento a terzi. Questa clausola suggerisce che l'impiego pensato sia il medesimo del voto maggiorato con i vantaggi di un voto assicurato in più ed il fatto che il titolare non debba aspettare i due anni di mantenimento per lo scattare della maggiorazione. Tali considerazioni enfatizzano quindi lo scarso impiego di tale strumento secondo lo scopo originario pensato dal legislatore.

4.2.2 Il voto plurimo nel mercato di crescita per le PMI: un'analisi empirica

La composizione percentuale delle IPO in Italia, presentata nella *figura 3.5*, permette di cogliere come gran parte delle IPO siano una questione relativa al mercato *Euronext Growth Milan* ovvero un mercato non regolamentato per imprese e start-up con alto potenziale di crescita. Seppur le dimensioni aziendali siano più contenute, questo è il mercato con maggiori adesioni del voto plurimo con un totale di 36 imprese su un totale di 203²¹⁹ (17,7%). L'analisi seguente mira a identificare trend sulla capacità del voto plurimo (in seguito VP) con moltiplicatore rafforzato, tenendo comunque in considerazione un orizzonte temporale ristretto per poter dare giudizi definitivi sull'impatto della Legge Capitali. In primo luogo, possiamo osservare come oltre il 60% di queste società impieghino un moltiplicatore pari a tre, valore massimo previsto per l'istituto prima del potenziamento del 2024 (10 anni di applicazione). Mentre circa il 28% delle società utilizza il fattore moltiplicativo pari a 10 (*figura 4.4*). Andando più in dettaglio possiamo notare come a seguito dell'introduzione della Legge Capitali il fattore moltiplicativo predominante dei diritti di voto sia ora il valore massimo ammissibile da norma (*figura 4.5*).

²¹⁸ F. GHEZZI, F. URBANI, *Il voto plurimo nel diritto societario italiano, tra mito e realtà. Un'analisi empirica*, in *Mercato Concorrenza Regole*, I, aprile 2025, p.38.

²¹⁹ F. GHEZZI, F. URBANI, *Il voto plurimo nel diritto societario italiano, tra mito e realtà. Un'analisi empirica*, in *Mercato Concorrenza Regole*, I, aprile 2025, p.47. Dati al 30 aprile 2025

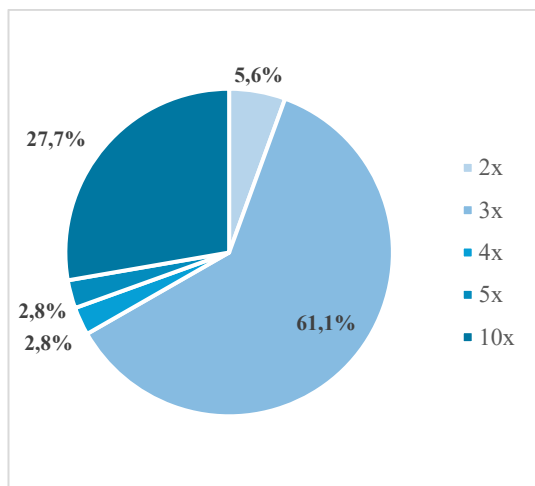


Figura 4.4: composizione percentuale del moltiplicatore di voto nelle società presenti in EGM²²⁰

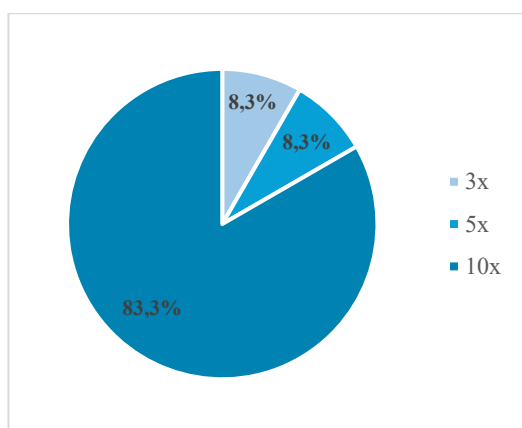


Figura 4.5: composizione percentuale del moltiplicatore di voto in seguito all'introduzione della Legge Capitali²²¹

Rilevante è il trend crescente osservabile in *figura 4.6* relativamente all'anno di quotazione delle imprese a VP. In particolare, si può notare una crescita rilevante negli ultimi anni suggerendo, congiuntamente al risultato presente in *figura 4.5*, un apprezzamento del mercato verso il moltiplicatore rafforzato. Inoltre, la maggior parte delle società che adottano VP nel campione sono di recente costituzione: costituite meno di 15 anni fa²²².

²²⁰ Rielaborazione personale a partire dai dati presenti in Tabella 2 al 30/04/2025. F. GHEZZI, F. URBANI, *Il voto plurimo...*, p. 41-43

²²¹ L'autore osserva che in due casi il fattore moltiplicativo di dieci voti avviene tramite clausola di adeguamento automatico, in un caso ex-novo, in un ulteriore caso per modifica dello statuto con passaggio da tre a dieci voti a beneficio dell'azionista di controllo con diritto di recesso per il socio dissenziente. Rielaborazione personale. F. GHEZZI, F. URBANI, *Il voto plurimo...*, p. 47-48

²²² F. GHEZZI, F. URBANI, *Il voto plurimo...*, p. 48

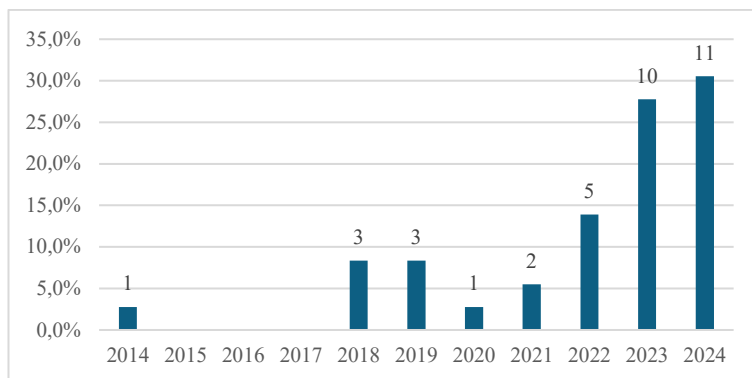


Figura 4.6: anno di quotazione delle imprese quotate su EGM ²²³

L'effetto leva²²⁴ garantito dall'introduzione di questo strumento permette un beneficio per il socio di controllo marcato nel 16,6%, apprezzabile nel 75% e poco rilevabile nel 8,4% dei casi²²⁵. Risulta significativa la quota di azioni a VP detenuta dal socio di controllo: in 30 casi sui 36 l'emissione di azioni a VP è a favore beneficio esclusivo del socio di controllo (100% azioni detenute da lui)²²⁶. Inoltre, nessuna delle 36 società usa altri meccanismi di rafforzamento del controllo. Infine, il 100% delle società a VP introduce clausole di sterilizzazione del voto in caso di cessione del titolo o di cambio del controllo²²⁷ evidenziando lo stesso trend di impiego *simil-loyalty* del mercato regolamentato.

4.2.3 Considerazioni sull'impatto del voto plurimo in Italia

Da queste considerazioni possiamo evincere come il voto plurimo si sia rivelato inefficace in termini di adozione nel mercato principale italiano. L'analisi del mercato di crescita per le PMI mostra allo stesso modo un impiego del VP simile alla maggioranza del voto in relazione alle clausole di sterilizzazione ampiamente

²²³ Delle 36 società a voto plurimo, 21 di queste, rappresentanti oltre il 55% del totale sono imprese quotate negli ultimi due anni (2023-2024). Rielaborazione personale a partire dai dati presenti in Tabella 3. F. GHEZZI, F. URBANI, *Il voto plurimo...*, p. 44-46

²²⁴ Si tratta della misura di quanto tale strumento dilati il potere del titolare rispetto alla percentuale di capitale posseduta.

²²⁵ F. GHEZZI, F. URBANI, *Il voto plurimo...*, p. 49

²²⁶ In due casi rimanenti la percentuale di detenzione è comunque superiore al 85% e nei quattro casi rimanenti non disponibile.

²²⁷ Dall'analisi degli statuti emerge come la clausola non si attivi in caso di passaggio a beneficio di società controllata o controllante, cessione a componenti di famiglia. Sono inoltre, di norma consentiti i trasferimenti per *mortis causa* o atto tra vivi in favore di coniuge, figli e parenti. Vedasi F. GHEZZI, F. URBANI, *Il voto plurimo...*, p. 50

utilizzate. Il potenziamento dello strumento in termini di fattore moltiplicativo ne aumenta l'attrattività, così come i vantaggi di un suo impiego in contesti più flessibili rispetto al voto maggiorato. La ragione cardine dietro all'adozione di tale strumento risulta essere quindi il mantenimento del controllo da parte del socio di controllo che rafforza la propria posizione. Angelici a riguardo si domanda l'utilità di quotare nel mercato finanziario azioni il cui acquisto è motivato da "analisi politiche"²²⁸. In questo tema Barcellona osserva come questo rafforzamento possa essere utile come moneta di scambio permettendo al socio di controllo di monetizzare parte della propria partecipazione senza perdere il controllo dell'impresa²²⁹. L'intervento di potenziamento di questo strumento da parte del nostro legislatore evidenzia la scelta incentivare la quotazione di imprese nel mercato per portare nuovi flussi di capitali nel mercato. L'assenza di presidi atti a tutelare le minoranze, come si è visto gli statuti delle società non includono altre salvaguardie se non la sterilizzazione in caso di alienazione (riportando al caso della maggiorazione del voto), rendono i mercati nazionali asfittici e meno interessanti per gli investitori istituzionali²³⁰. L'analisi condotta, insieme alle considerazioni osservate per il voto multiplo in tema di *entrenchment*, suggerisce la necessità di individuare presidi di tutela per le minoranze. L'ipotesi di introduzione di diverse tipologie di *sunset clauses* per riequilibrare la base azionaria tutelando gli interessi di tutti gli azionisti verrà analizzata nel prossimo capitolo.

²²⁸ C. ANGELICI, Variazioni su voto plurimo e maggiorato, in *Giurisprudenza commerciale*, n. 2, I, p. 184

²²⁹ E. BARCELLONA, *Le migrazioni olandesi di grandi gruppi italiani: libertà di stabilimento e diritto societario imperativo*, in *Rivista delle società*, n.4, 2024, p. 642ss

²³⁰ F. GHEZZI, F. URBANI, *Il voto plurimo...*, p. 9

CAPITOLO 5:

La nuova disciplina italiana nel contesto europeo e prospettive future

5.1 L'armonizzazione europea: la Direttiva sulle "Multiple-Vote Share Structures"

5.1.1 Ambito di applicazione e finalità

Nel capitolo terzo di questo lavoro si è analizzato il divario esistente tra il mercato italiano e quello europeo. Un rilevante gap si osserva anche nella differenza dimensionale del mercato europeo rispetto a quello statunitense e ai mercati asiatici²³¹. Per far fronte a questa divergenza e adeguare la competizione globale, la Commissione europea ha proposto la creazione di una Capital Markets Union²³². In questa direzione viaggia il Listing Act²³³ costituito da un pacchetto di riforme volto a facilitare la quotazione e semplificazione degli oneri connessi. In merito all'introduzione di tali semplificazioni rientra il tema del prospetto²³⁴ con l'introduzione di un formato standard ed un limite massimo della lunghezza del

²³¹ "Un [...] elemento è la ridotta dimensione delle borse europee rispetto a quelle delle altre principali aree economiche. [...] A settembre 2025, il peso della borsa americana sulla capitalizzazione globale era pari a quasi il 50%, mentre il peso complessivo delle borse dei paesi UE era pari a meno del 10%, ben inferiore a quello delle principali borse asiatiche (quasi il 30%).". M. TONONI, *Discorso del presidente*, in *Assemblea biennale Assonime*, 2025, p. 6, reperibile in https://www.assonime.it/Eventi/Documents/Discorso%20pres%2025_TONONI_def.pdf

²³² La CMU è un'iniziativa strategica dell'Unione europea, avviata nel 2015, volta a creare un mercato unico dei capitali all'interno dell'UE. Obiettivi sono la riduzione della frammentazione normativa tra gli Stati membri, facilitazione della raccolta di capitali da parte delle aziende e semplificazione del processo di quotazione per le imprese per rafforzare la competitività globale dei mercati europei riducendo la dipendenza dal credito bancario.

²³³ Progetto presentato dalla Commissione europea il 7 dicembre 2022 nell'ambito della CMU con l'obiettivo di semplificare l'accesso ai mercati e ridurre la frammentazione normativa. Il pacchetto consta: 1. Regolamento UE 2809/2024 relativo alla modifica del Regolamento Prospetto e MAR; 2. Direttiva UE 2811/2024 sul tema MiFID II; 3. Direttiva UE 2810/2024 relativa a "Direttiva Azioni a Voto Plurimo". C. CENGIA, A. ANNUNZIATA, G. CINGOLANI, *PWC, Novità del Listing Act e attuazione Legge Capitali*, 2025, in <https://blog.pwc-tls.it/it/2025/02/17/le-novita-introdotte-dal-listing-act-e-le-recenti-novita-nellambito-del-processo-di-attuazione-della-legge-capitali/>

²³⁴ Si tratta di un documento informativo che una società deve pubblicare in fase di quotazione. Tale documento fornisce ai potenziali investitori informazioni sulla società, sui rischi e sulle caratteristiche dei titoli offerti. Tale documento è utilizzato dalle autorità di vigilanza per autorizzare l'offerta di titoli e dagli investitori per prendere decisioni consapevoli.

documento²³⁵, in passato eccessivamente lungo in Italia²³⁶. Tale differenza aumenta la complessità per gli investitori e i costi di realizzazione. Un aspetto rilevante è introdotto dal legislatore europeo con la Direttiva 2810/2024 relativa alle strutture con azioni a voto plurimo. Con questo lavoro, il legislatore cerca di rafforzare il mercato di capitali europeo armonizzando le normative profondamente divergenti in questo tema. Tale direttiva trova applicazione principale nelle piccole e medie imprese²³⁷ ma anche in società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle proprie azioni in un sistema multilaterale di negoziazione, inclusi i mercati di crescita per le PMI, che non hanno ancora titoli ammessi in un mercato regolamentato. Fulcro della direttiva è l'istituto delle azioni a voto plurimo²³⁸, categoria di azioni introdotte col decreto Competitività nel nostro ordinamento e in seguito potenziato con la Legge Capitali. Il timore degli azionisti di controllo di perdere la stabilità decisionale rappresenta un forte deterrente alla quotazione con rilevanti ripercussioni economiche. Di conseguenza rimuovere questo timore tramite un meccanismo di potenziamento del controllo permette di promuovere una proprietà maggiormente orientata al lungo termine e consente di aumentare l'attrattività della raccolta di fondi presso il pubblico²³⁹ fornendo una scelta di finanziamento alternativa al credito bancario. Infine, il legislatore europeo, con l'articolo 7 in tema di Recepimento, stabilisce che gli Stati membri mettono in vigore le disposizioni per conformarsi alla direttiva entro il 5 dicembre 2026.

²³⁵ Il regolamento Listing Act dispone la modifica dell'articolo 6, par. 2 del Regolamento Prospetto, specificando che il prospetto è un documento in formato standardizzato. Ai sensi del paragrafo 8 dello stesso articolo, inoltre, limita la lunghezza del documento ad un limite massimo di 300 facciate.

²³⁶ La lunghezza media di un prospetto italiano nel marzo 2019 era di 807 pagine. La stessa metrica in Francia: 447 pagine, Germania: 390, Paesi Bassi: 266, Spagna: 481. COMMISSIONE EUROPEA, *Commission Staff Working Document - Impact Assessment Report*, SWD (2022) 762 final, Bruxelles, 2022, p.164, Table 2

²³⁷ "Le PMI costituiscano almeno il 50 % degli emittenti i cui strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione in tale sistema multilaterale di negoziazione". DIRETTIVA UE 2024/2810 del Parlamento europeo e del Consiglio, in *G.U.U.E.*, L 2810, 14 novembre 2024, p. 2

²³⁸ "Il legislatore europeo ha optato per un intervento parziale di armonizzazione minima. Che ha esclusivamente ad oggetto l'emissione di azioni a voto plurimo". F. AGOSTINI, V. NOVEMBRE, *La Direttiva in tema di azioni a voto plurimo nell'era della Capital Markets Union: cui prodest?*, in *Rivista delle società*, n.4, 2024, p. 701.

²³⁹ DIRETTIVA UE 2024/2810 del Parlamento europeo e del Consiglio, in *G.U.U.E.*, L 2810, 14 novembre 2024, p. 1-2

5.1.2 Le tutele minime previste per le minoranze

La volontà del legislatore europeo di creare un *level playing field*²⁴⁰ per le società europee limitando l'arbitraggio normativo e al contempo stimolando la competitività dei mercati finanziari europei è perpetuata tramite la scelta di armonizzazione minima delle normative unionali. A tal riguardo, la decisione di adottare la categoria di azioni a voto plurimo richiede un'approvazione dell'assemblea generale degli azionisti almeno a maggioranza qualificata. Il legislatore indica che l'introduzione di questo strumento non sia legato alla concessione di diritti economici potenziati per le altre categorie di azioni (articolo 3). Con l'articolo 4 della direttiva è riconosciuta la necessità che l'intervento di armonizzazione non avvenga a scapito della base azionaria non soggetta al voto plurimo. Questo articolo, relativo alle misure di salvaguardia, dispone che gli Stati membri provvedano a disporre opportune misure di salvaguardia per garantire un'adequata tutela degli investitori. In merito, la modifica della struttura delle azioni deve essere presa dall'assemblea generale almeno a maggioranza qualificata. Inoltre, tale decisione deve essere soggetta a votazioni distinta per ciascuna categoria di azioni i cui diritti sono interessati. Altre misure riguardano il rapporto massimo tra numero di voti concessi alle azioni a VP e le azioni ordinarie, nel nostro ordinamento pari a 1 su 10. Le deliberazioni che richiedono la maggioranza qualificata, invece, devono garantire una delle seguenti due opzioni: a) la maggioranza qualificata deve riguardare sia i voti espressi, sia il capitale rappresentato in assemblea, in modo da evitare che una minoranza di capitale possa approvare decisioni rilevanti grazie ai benefici del voto plurimo; b) la decisione deve essere approvata separatamente da ciascuna categoria di azioni i cui diritti risultano interessati dall'introduzione dello strumento. Il fulcro del dibattito dottrinale riguarda invece il secondo punto dell'articolo in questione: gli Stati membri *possono* prevedere ulteriori misure di salvaguardia per gli azionisti che non detengono azioni a VP. Questo verbo impiegato nella direttiva trova una feroce critica della dottrina sostenendo la necessità di un obbligo per gli Stati a prevedere

²⁴⁰ F. GHEZZI, F. URBANI, *Il voto multiplo nella riforma a sostegno della competitività dei mercati dei capitali*, in *Rivista delle società*, n. 4, 2024, p.666

ulteriori misure²⁴¹. La Direttiva suggerisce di introdurre clausole di tramonto alle azioni a voto plurimo, fondate su criteri quali il trasferimento (*transfer based sunset clauses*), il decorso del tempo (*time based sunset clauses*) o il verificarsi di determinati eventi (*event based sunset clauses*). Infine, l'articolo 5 relativo alla trasparenza, dispone gli obblighi informativi che le società a VP devono predisporre per un'adeguata informazione del mercato sugli assetti societari. In particolare, devono includere il prospetto, il prospetto di emissione UE per la crescita oppure il documento di ammissione, nonché la relazione finanziaria annuale nei casi in cui le informazioni siano nuove o modificate. In ultima analisi, devono essere indicate informazioni dettagliate sulla struttura azionaria delle società, con specificazione delle categorie di azioni, incluse quelle non ammesse alla negoziazione, dei relativi diritti e obblighi, della percentuale di capitale e del numero di voti che ciascuna categoria rappresenta, nonché di eventuali restrizioni al trasferimento o all'esercizio dei diritti di voto, comprese quelle derivanti da accordi tra soci noti alla società. Deve inoltre essere resa pubblica l'identità degli azionisti titolari di azioni a voto plurimo che rappresentano più del 5% dei diritti di voto complessivi, insieme alle persone fisiche o giuridiche autorizzate a esercitare tali diritti per loro conto.

5.2 Un confronto tra la Legge Capitali e la Direttiva europea

5.2.1 Le tutele delle minoranze: il modello italiano a confronto con la Direttiva

In precedenza, nel paragrafo 3.2.2 *La modifica all'art 2351 c.c. e il nuovo moltiplicatore del voto plurimo*, si è analizzata l'evoluzione che ha portato all'introduzione e al successivo rafforzamento dell'istituto del voto plurimo nel nostro ordinamento. Si è inoltre considerata la ricerca del legislatore di apporre un freno al fenomeno migratorio dei grandi gruppi italiani verso l'Olanda e il suo

²⁴¹ “*sunset clauses*, che pure la direttiva annovera, ma come misure soltanto ‘ulteriori’, e quindi meramente eventuali” L. SCHIUMA, *L'attrattività dei piani di fedeltà olandesi*, in *Rivista delle società*, n.4, 2024, p. 747. “Misure di salvaguardia del tutto facoltative”. F. AGOSTINI, V. NOVEMBRE, *La Direttiva in tema di azioni a voto plurime nell'era della Capital Markets Union: cui prodest?*, in *Rivista delle società*, 2024, p. 720

intento, evidenziato dalla Legge Capitali, di attrarre nuove quotazioni di piccole e medie imprese per rendere i mercati maggiormente competitivi. In tal senso, ci si interroga se il tentativo di anticipare la direttiva europea sia volto a creare un *level playing field* comune agli altri ordinamenti o se il legislatore sia stato mosso dalla ricerca di portare in Italia i vantaggi dell'ordinamento olandese e se questo sia stato a scapito della tutela delle minoranze. In merito, osserviamo una divergenza strutturale tra i principi cardine fissati dalla Direttiva e la strada intrapresa in Italia. Come osservato in precedenza, la Direttiva europea promuove le azioni a voto plurimo per sostenere la quotazione di PMI ma stabilisce al contempo, rigorosi obblighi di salvaguardia degli investitori. In particolare, l'articolo 4 della Direttiva impone agli Stati membri di adottare misure quali un tetto massimo al fattore moltiplicativo e la raccomandazione ad adottare clausole di decadenza del privilegio. Al contrario, il legislatore italiano ha optato per una deregolamentazione sostanziale. L'innalzamento del limite massimo a dieci voti dell'articolo 13 della Legge Capitali non ha portato all'introduzione di misure tutelari per gli azionisti non in possesso di tale strumento ma ha lasciato all'autonomia statutaria, di fatto al socio di controllo, la scelta di autolimitarsi o meno. La possibile conseguenza negativa di questa mancanza è il minor interesse degli investitori²⁴², in particolare, la rilevante categoria degli investitori istituzionali. Inoltre, l'analisi empirica presentata in 4.2.2 (Il voto plurimo nel mercato di crescita per le PMI: un'analisi empirica) enfatizza come con la presenza di questo rafforzamento si è drasticamente abbassata la soglia di partecipazione necessaria per avere il controllo assoluto dell'assemblea, anche in sede assembleare dal 40% alla soglia del 17%²⁴³. Tale vantaggio per l'azionista di controllo non è controbilanciato dalla presenza di misure di salvaguardia in nessuna delle società analizzate se non il ritorno al principio OSOV in caso di alienazione²⁴⁴.

²⁴² “lo strumento può forse sì, contribuire ad avvicinare talune imprese ai nostri mercati [...] ma che al contempo, in mancanza di correttivi, è tale da allontanare gli investitori”. F. GHEZZI, F. URBANI, Il voto plurimo nel diritto societario italiano, tra mito e realtà. Un'analisi empirica, in Mercato Concorrenza Regole, I, 2025, p.12.

²⁴³ F. GHEZZI, F. URBANI, Il voto plurimo nel diritto societario italiano..., p. 30.

²⁴⁴ F. GHEZZI, F. URBANI, Il voto plurimo nel diritto societario italiano..., p. 50.

Alla luce di queste evidenze, la Legge Capitali, più che armonizzarsi con l'Europa mira a inseguire ordinamenti più flessibili senza inserire adeguati contrappesi²⁴⁵. La concessione di voti decupli senza limiti di decadenza diminuisce significativamente la contendibilità, rischiando di minare la funzione del mercato dei capitali, finendo per *quotare il potere politico* di chi controlla anziché il rischio d'impresa²⁴⁶. L'intervento del legislatore italiano è necessario e dato l'articolo 7 della Direttiva, prossimo.

5.2.2 Confronto tra tutele italiane ed europee per le minoranze azionarie

Nel paragrafo precedente si è analizzata la deregolamentazione italiana in tema di tutele, e la scelta di affidare alla libertà statutaria la salvaguardia della base azionaria. Nei principali Paesi europei si osserva invece un trend differente. Cominciando con gli ordinamenti a matrice più affine al nostro, osserviamo un ricorso sistematico a meccanismi di “scadenza” del privilegio. La Germania, tradizionalmente ancorata al principio «*One Share, One Vote*» e che tuttora prevede per default un voto per azione²⁴⁷, ha introdotto il voto plurimo con la riforma *Zukunftsfinanzierungsgesetz (ZuFinG)* del 2023. Tuttavia, ha previsto un limite temporale a questo privilegio con la decadenza automatica dopo dieci anni dalla quotazione²⁴⁸. È prevista la possibilità di rinnovo ma per non più di dieci anni e subordinata all'approvazione a maggioranza qualificata dell'assemblea generale e delle assemblee speciali delle varie categorie di azioni²⁴⁹. Inoltre, la normativa tedesca inibisce l'uso del voto potenziato su decisioni rilevanti e su tematiche sensibili alla trasparenza, ad esempio, è escluso il voto plurimo per la nomina dei

²⁴⁵ “Le migrazioni societarie verso l'Olanda sono un problema soprattutto di protezione delle minoranze”. L. ENRIQUES, *Concorrenza tra ordinamenti e migrazioni opportunistiche: che fare?*, in *Rivista delle società*, n.4, 2024, p. 607

²⁴⁶ C. ANGELICI, *Variazioni su voto plurimo e maggiorato*, in *Giurisprudenza commerciale*, n. 2-2025, p. 16.

²⁴⁷ F. GHEZZI, F. URBANI, *Il voto plurimo nel diritto societario italiano...*, p. 12.

²⁴⁸ Ai sensi dell'articolo 135a, comma 2 dell'*Aktiengesetz (AktG)* è la legge sulle società per azioni tedesche)

²⁴⁹ Vedasi nota 63 di F. GHEZZI, F. URBANI, *Il voto multiplo nella riforma a sostegno della competitività dei mercati dei capitali*, in *Rivista delle società*, n. 4, 2024, p.685

revisori dei conti²⁵⁰. Infine, come nel nostro ordinamento, è previsto un tetto massimo di dieci del fattore moltiplicativo.

In Francia è ammesso il voto plurimo ma anche in questo paese è prevista una clausola di tramonto dopo un periodo di dieci anni²⁵¹. Il rinnovo è ammesso per ulteriori cinque anni per mezzo di delibera dell'assemblea straordinaria che tramite un meccanismo di *whitewash*²⁵² deve approvare tale decisione. In particolare, è previsto un obbligo informativo rafforzato²⁵³ per i titolari di azioni non a VP garantendo che la minoranza sia adeguatamente informata.

In Spagna esiste una forte resistenza regolamentare e culturale alla deviazione dal principio OSOV nelle *Sociedades Anónimas*. Il sistema spagnolo, regolato dalla *Ley de Sociedades de Capital*, si allinea alla ratio della Direttiva 2810/2024: il legislatore intende circoscrivere l'uso del voto plurimo alle sole Piccole e Medie Imprese²⁵⁴ in fase di crescita.

Inoltre, i Paesi nordici, tradizionalmente vicini a strutture di voto potenziato, presentano un sistema articolato di meccanismi di tutela. In Svezia, è presente un rapporto massimo di 1 a 10 sin dal 1994²⁵⁵. La disciplina svedese non prevede clausole di decadenza obbligatorie, ma tale assenza è compensata da un sistema di *trust* di mercato e un attento monitoraggio da parte di grandi investitori istituzionali e fondi pensione in grado di sanzionare in modo autonomo abusi opportunistici dei soci di controllo²⁵⁶.

Infine, l'Olanda, paese destinatario delle migrazioni dei gruppi italiani, non fonda la tutela delle minoranze su un sistema di *sunset clauses* e di limiti massimi al

²⁵⁰ K. HOPT, S. KALSS, *Multiple-voting shares in Europe - A comparative law and economic analysis*, in ECGI, Law Working Paper No. 786, 2024, p. 3.

²⁵¹ Art. L. 225-122 e ss. del *Code de commerce*

²⁵² Si tratta di un meccanismo mediante il quale la base azionaria decide su un dato tema escludendo dal computo gli azionisti interessati. Di conseguenza i titolari di azioni a VP non partecipano all'ipotesi di rinnovo.

²⁵³ "Rapport spécial des commissaires aux comptes de la société". Vedasi nota 63 di F. GHEZZI, F. URBANI, *Il voto multiplo nella riforma a sostegno della competitività dei mercati dei capitali*, in *Rivista delle società*, n. 4, 2024, p.685

²⁵⁴ F. MARCOS, *Multiple Voting Shares/Units in Spain*, in *IE Law School Working Paper*, 2025, p. 6

²⁵⁵ Tale rapporto è oggi codificato nel *Swedish Companies Act*

²⁵⁶ M. NEVILLE, K. SØRENSEN, *Differential voting rights in listed companies in Denmark and Sweden*, in *Nordic & European Company Law LSN Research Paper*, 2024, p. 9-10

moltiplicatore bensì sull'elevatissima libertà statutaria che si inserisce in un contesto articolato. In primis la rapidità d'azione dei tribunali olandesi che, mossi dal ricorso di azionisti di minoranza, possono avviare indagini interne e adottare misure cautelative d'urgenza sospendendo l'esercizio di diritti di voto potenziato. Un principio importante di tale giurisdizione è la *fairness*²⁵⁷, un principio generale ma significativo per la normativa olandese che impone a tutti i soci e gli amministratori di agire secondo buona fede. Tramite tale clausola le corti possono annullare delibere o sanzionare azionisti in comportamento abusivo. La frammentazione normativa tra gli Stati membri mostra come la maggior parte dei Paesi abbia accompagnato l'introduzione del voto plurimo con garanzie a tutela delle minoranze; l'assenza di analoghi correttivi nel modello italiano impone dunque una riflessione sull'intervento normativo in arrivo a breve²⁵⁸.

5.3 Prospettive de iure condendo: possibili correttivi in sede di attuazione della delega

5.3.1 La necessità di introdurre maggiori tutele per bilanciare il potere del socio di controllo

L'analisi comparativa presentata nel paragrafo precedente indica come i paesi europei, nella ricerca di perseguire un mercato di capitali europeo attrattivo, abbiano combinato misure di salvaguardia bilanciate all'introduzione e al potenziamento del voto plurimo. In tal senso, l'intervento legislativo prossimo deve considerare l'apporto di adeguate tutele in modo da soddisfare le esigenze di tutta la base azionaria, inclusa l'influente categoria degli investitori istituzionali²⁵⁹. Lo squilibrio generato dall'innalzamento del fattore moltiplicativo contrapposto alla sola autonomia statutaria rischia di cristallizzare gli assetti proprietari diminuendo

²⁵⁷ “*Redelijkheid en Billijkheid*” ovvero ragionevolezza e correttezza, espresso nell'articolo 2:92 par. 2 del codice civile olandese (BW). L. ENRIQUES, *Concorrenza tra ordinamenti e migrazioni opportunistiche: che fare?*, in *Rivista delle società*, n.4, 2024, p. 606

²⁵⁸ Si ricorda in questo contesto l'articolo 7 della Direttiva in tema di voto plurimo che richiede attuazione entro il 5 dicembre 2026.

²⁵⁹ F. GHEZZI, F. URBANI, *Il voto plurimo nel diritto societario italiano, tra mito e realtà. Un'analisi empirica*, in *Mercato Concorrenza Regole*, I, 2025, p. 23

la contendibilità del mercato. Lo strumento del voto plurimo è adeguato a incentivare il socio di controllo nel perseguire la crescita della propria impresa aprendosi alla raccolta di capitali tramite la quotazione della società senza perdere la sua influenza. Questo in particolare, nella fase iniziale di vita di una società, fase che richiede una guida imprenditoriale capace di mantenere una prospettiva strategica di lungo periodo. In merito, è quindi necessario che tale beneficio si estingua quando ha compiuto il suo obiettivo²⁶⁰ per evitare la condizione di *entrenchment* e di estrazione di benefici privati ai soci che non possiedono tale categoria di azioni. Strumento rilevante a tale scopo è rappresentato dalle *sunset clauses*, meccanismi versatili, suggeriti anche dalla Direttiva come ulteriori salvaguardie da adottare dagli Stati membri. Questi meccanismi presentano una grande varietà strutturale e permettono, tramite un trigger di estinguere il beneficio tornando al principio OSOV. Le *timed based sunset clauses* sono le più diffuse e si basano sul tramonto del beneficio per un trigger temporale, imposto a dieci anni per Francia e Germania. In tema, è anche interessante considerare una dinamica dello strumento: i due menzionati Stati prevedono la possibilità di rinnovo per un “nuovo mandato”²⁶¹ su base ancora temporale. Una critica rivolta a questo tipo di clausole di decadenza risiede nella loro rigidità e nel fatto che inserendo un limite oltre il quale scadono i benefici per il socio di controllo, nascerà un problema di agenzia: questo sarà incentivato a ricercare risultati di breve periodo per estrarre maggiori risultati²⁶². Una diversa tipologia è rappresentata dalle *transfer based sunset clauses*, già utilizzate in Italia nel mercato *Euronext Milan*²⁶³, caratterizzate dal trigger di trasferimento a terzi del titolo. Un altro trigger può essere la realizzazione di un evento, *event based sunset clauses*, si tratta in questo caso di clausole statutarie che prevedono il decadere del diritto potenziato al verificarsi di un evento

²⁶⁰ “While temporary control may be justified during the early phases of a firm’s development, it ought not to become a structural constant”. M. L PASSADOR, *Sunset Clauses in Tenure Voting Structures: When Corporate Power Faces the Inevitable Twilight*, 2025, p. 3, reperibile in <https://ssrn.com/abstract=5330905>

²⁶¹ In Germania termine di dieci anni, termine di cinque anni per la Francia. Vedasi 5.2.2

²⁶² M. L PASSADOR, *Sunset Clauses in Tenure Voting Structures: When Corporate Power Faces the Inevitable Twilight*, 2025, p. 14, reperibile in <https://ssrn.com/abstract=5330905>

²⁶³ “In tutti i casi esaminati, lo statuto prevede la automatica conversione delle azioni a voto plurimo in azioni ordinarie, con reviviscenza del criterio one share-one vote, in caso di trasferimento”. F. GHEZZI, F. URBANI, Il voto plurimo nel diritto societario italiano, tra mito e realtà. Un’analisi empirica, in *Mercato Concorrenza Regole*, I, 2025, p. 28-39

predeterminato. Ad esempio, il cambio di controllo, il raggiungimento di un obiettivo strategico o finanziario oppure OPA riuscita. Infine, le *ownership based sunset clauses*, disciplinano il tramonto del beneficio in base allo status del titolare. Tale meccanismo permette di includere il disinvestimento del socio di controllo tramite la riduzione della sua quota al di sotto di una data soglia. La possibilità di combinare tipologie diverse di questo strumento crea le *hybrid clauses*²⁶⁴. Seguendo un modello *time based* combinato con clausole di *ownership* si può disegnare uno strumento sulle esigenze della società perseguendo in questo modo la competitività dei mercati europei e al tempo stesso alzando le tutele per la base azionaria. Un aspetto innovativo interessante è il disegnare meccanismi di *sunset* dinamici: il privilegio deve avere la flessibilità di potersi attivare e spegnere in funzione del ciclo di vita della società²⁶⁵, prevedendo trigger che concedono e rimuovono il voto potenziato in modo automatico e verificabile. Infine, il caso francese fornisce uno spunto interessante sul tema dei limiti di computabilità ed esclusione dal voto con meccanismi di *whitewash*. L'astensione dal voto del socio beneficiario può rappresentare uno strumento di tutela alla base azionaria in decisioni rilevanti o strategiche.

5.3.2 Proposte operative e conclusioni

Si è osservato come il legislatore italiano abbia cercato di emulare la flessibilità del diritto olandese²⁶⁶ senza però condividere le condizioni sistemiche che ne permettono l'attuazione in modo efficace. Ciò ha reso necessario soffermarsi sulle principali tipologie di salvaguardia delle minoranze, evidenziando come il nostro attuale ordinamento presenti un'asimmetria in relazione ai principali paesi europei.

In questa prospettiva, l'articolo 19 della Legge Capitali, 21 marzo 2024 delega al Governo la riforma organica del T.U.F. in materia di mercati di Capitali, assieme all'articolo 7 della Direttiva 2810/2024, in tema di recepimento, rappresentano

²⁶⁴ M. L. PASSADOR, *Sunset Clauses...*, p. 39.

²⁶⁵ "The challenge is to design sunset mechanisms that are dynamic rather than static, capable of fading in and out with shifts in ownership and firm maturity". M. L. PASSADOR, *Sunset Clauses...*, p. 38

²⁶⁶ L. ENRIQUES, *Concorrenza tra ordinamenti e migrazioni opportunistiche: che fare?*, in *Rivista delle società*, n.4, 2024, p. 607

un'occasione importante per rimuovere l'asimmetria introdotta con la Legge Capitali e promuovere un mercato dei capitali efficiente. In primo luogo, il potenziamento del voto plurimo ha reso molto più onerose le operazioni pubbliche di acquisto²⁶⁷. In tal senso, privare il socio di controllo del potenziamento del voto permette di aumentare la contendibilità del mercato. Altra misura che segue l'ordinamento francese, è la proposta di limitare il potere di voto in sede di approvazione, o eventuale rinnovo, delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato tramite meccanismi di *whitewash*²⁶⁸. Principale proposta è l'introduzione, dibattuta se in via obbligatoria²⁶⁹ o in misura facoltativa (come raccomandato dalla Direttiva), di clausole di tramonto al potenziamento del voto per una tutela dell'intera base azionaria. In tal senso, le *sunset clauses* ibride combinano un limite temporale con un vincolo alla titolarità delle azioni, confermando maggiore flessibilità allo strumento e favorendo un miglior allineamento degli interessi tra gli azionisti.

In merito, una riflessione personale mi ha portato a domandarmi dell'eventualità di introdurre meccanismi di *sunset clauses* nell'ordinamento italiano tramite un principio già noto alla *Corporate Governance: comply or explain*. Come evidenziato dalla ricerca empirica di Ghezzi²⁷⁰ sull'introduzione del voto plurimo nel mercato *Euronext Growth Milan*, nessuna delle società che hanno adottato tale meccanismo ha previsto ulteriori clausole di tramonto al proprio statuto²⁷¹, confermando che l'autonomia privata non genera spontaneamente presidi di tutela. In aggiunta, l'adozione volontaria di clausole di decadenza in Europa rimane complessivamente rara²⁷². In questo contesto, l'introduzione di *sunset clauses*, su base volontaria, può svolgere una funzione reputazionale significativa, incentivando le società a segnalare al mercato un impegno verso l'allineamento

²⁶⁷ M. LAMANDINI, *Qualche spunto per il legislatore delegato in tema di voto plurimo e voto maggiorato*, in *Riv. soc.*, 2024, p. 634

²⁶⁸ F. AGOSTINI, V. NOVEMBRE, *La Direttiva in tema di azioni a voto plurimo nell'era del Capital Markets Union: cui prodest?*, in *Rivista delle società*, n. 4, 2024, p. 732

²⁶⁹ F. AGOSTINI, V. NOVEMBRE, *La Direttiva in tema di azioni a voto plurimo nell'era del Capital Markets Union: cui prodest?*, in *Rivista delle società*, n. 4, 2024, p. 752

²⁷⁰ "In mancanza di presidi normativi a tutela delle minoranze, gli statuti non ne prevedono". F. GHEZZI, F. URBANI, *Il voto plurimo nel diritto societario italiano, tra mito e realtà. Un'analisi empirica*, in *Mercato Concorrenza Regole*, I, 2025, p. 1

²⁷¹ Gli statuti delle società prevedono l'utilizzo di un *transfer based* che rende di fatto lo strumento del voto plurimo simile al voto maggiorato.

²⁷² "Their voluntary adoption in Europe remains rare". M. L. PASSADOR, *Sunset Clauses...*, p.13

degli interessi tra soci di controllo e investitori di minoranza, senza imporre rigidità regolatoria. Tale modello, risulterebbe inoltre coerente con l'articolo 5 della Direttiva 2024/2810, che valorizza la trasparenza come strumento di disciplina di mercato e offrendo un terreno normativo favorevole alla diffusione di meccanismi di decadenza in chiave di protezione degli investitori.

CONCLUSIONI

Il presente lavoro ha ricostruito l'evoluzione degli strumenti di potenziamento del voto nell'ordinamento italiano, analizzandone le implicazioni teoriche, gli effetti empirici e le prospettive future alla luce della recente Legge Capitali e della Direttiva europea 2024/2810 in tema di azioni a voto plurimo. Lo studio si è interrogato sulla capacità degli istituti del voto multiplo e del voto plurimo di rappresentare una reale opportunità per lo sviluppo del mercato dei capitali italiano o se, al contrario, essi costituiscono un fattore di irrigidimento del controllo con potenziali effetti negativi sulla contendibilità e sulla tutela degli investitori di minoranza.

L'analisi storica e comparata ha mostrato come la deviazione dal principio rischio-potere rappresenti un elemento strutturale del dibattito sulla *Corporate Governance*. Tuttavia, il caso italiano presenta caratteristiche peculiari: un controllo familiare concentrato e una crescente pressione competitiva esercitata da ordinamenti più flessibili, in particolare quello olandese. È in questo contesto che si inserisce la riforma del 2014 tramite il decreto Competitività orientata dal tentativo di arginare il fenomeno migratorio di grandi gruppi italiani, iniziato dal caso Fiat. Questo fenomeno di *regulatory shopping* è proseguito anche dopo l'introduzione delle azioni a voto maggiorato e a voto plurimo "ordinarie" e, insieme alla necessità europea di potenziare il mercato dei capitali, ha spinto il legislatore ad apportare un potenziamento significativo di tali strumenti con la Legge Capitali (L. 21/2024).

Sotto il profilo dogmatico, la differenza funzionale dei due istituti è centrale. Le azioni a voto multiplo hanno natura soggettiva e sono un meccanismo premiale per il socio che decide di mantenere nel tempo il titolo incentivando una visione a lungo termine. Il potenziamento di tale strumento, apportato dalla riforma del 2024, con un meccanismo di *opt-in* consente una maggiorazione rafforzata fino ad un massimo di dieci voti per azione. L'attribuzione di maggiori diritti di voto è graduale: l'aumento è unitario dopo dodici mesi di mantenimento a partire dallo scattare della maggiorazione ordinaria. La natura stessa dello strumento ne

determina la decadenza automatica del diritto in caso di alienazione del titolo e l'introduzione del meccanismo della maggioranza rafforzata è causa di diritto di recesso. L'analisi empirica condotta ha evidenziato una maggiore stabilità degli assetti proprietari e una minore volatilità dei risultati finanziari a cui si contrappone una contrazione del volume di transazioni.

Il voto plurimo invece, opera come una categoria di azioni e consente un potenziamento immediato e strutturale al potere di voto. L'innalzamento del moltiplicatore fino a dieci voti per azione, introdotto dalla Legge Capitali, rappresenta un significativo ampliamento della discrezionalità statutaria non bilanciato da un rafforzamento delle tutele delle minoranze. Inoltre, l'analisi empirica condotta sui mercati *Euronext Growth Milan* ha confermato che l'autonomia statutaria non genera spontaneamente presidi di tutela: nessuna società a voto plurimo ha introdotto clausole di tramonto ulteriori rispetto alla mera decadenza in caso di trasferimento. L'introduzione del moltiplicatore pari a dieci, inoltre, ha abbassato significativamente la soglia per il controllo assembleare. Questi risultati evidenziano come il potenziamento del voto, se non bilanciato da adeguati contrappesi, possa accentuare il rischio di *entrenchment* e ridurre l'attrattività del mercato per gli investitori istituzionali.

In tema di voto plurimo, il confronto con gli ordinamenti europei ha mostrato un quadro significativo: Germania e Francia hanno introdotto *sunset clauses* di tipo *time based*, obbligatorie con possibilità di rinnovo limitate; la Spagna circoscrive l'uso del voto plurimo alle sole PMI; i Paesi nordici compensano l'assenza di clausole di tramonto con un forte *enforcement* di mercato mentre l'Olanda presenta un sistema giudiziario rapido ed un principio di *fairness* che consente un controllo effettivo sugli abusi.

In questo scenario, la Direttiva 2024/2810, mirando a creare un *level playing field* agli Stati membri, promuove l'impiego di azioni a voto plurimo per favorire la quotazione di PMI in mercati di negoziazione e stimolare l'attrattività del mercato di capitali europeo. La direttiva riconosce tuttavia la necessità di salvaguardie per le minoranze (articolo 4) e suggerisce agli Stati membri ulteriori misure di tutela.

Alla luce di questo quadro, la Legge Capitali è apparsa più orientata a inseguire la flessibilità olandese senza però condividerne il sistema di presidi che la rendono tale. L'assenza di tutele alle minoranze crea un'asimmetria regolatoria che rischia di compromettere la contendibilità del mercato societario e di ridurre la fiducia degli investitori compromettendo la necessità di stimolare il mercato finanziario. L'attuazione della delega prevista dall'articolo 19 della Legge Capitali e il recepimento della Direttiva entro il 2026 rappresentano quindi un'occasione cruciale per riequilibrare il sistema.

In questa prospettiva, l'introduzione di *sunset clauses*, si rileva necessaria per riequilibrare gli interessi di tutta la base azionaria. La tipologia ibrida, combinando la dimensione temporale a criteri di titolarità, potrebbe offrire un meccanismo flessibile ed efficace ad allineare gli interessi tra azionisti di maggioranza e minoranza lungo l'intero ciclo di vita della società. L'adozione di un modello *comply or explain* potrebbe inoltre incentivare una diffusione volontaria dello strumento, valorizzando la reputazione delle società che scelgono di autolimitarsi e garantendo al contempo, in armonia con gli obblighi di trasparenza della Direttiva, che il mercato sia pienamente informato per prezzare eventuali opacità.

In sintesi, il potenziamento dei diritti di voto può rappresentare una reale opportunità per il mercato dei capitali italiano, solo se concepito all'interno di un ecosistema bilanciato. La Borsa è per definizione il luogo deputato alla quotazione del rischio d'impresa; disancorare in misura sproporzionata e perpetua il potere decisionale dall'impegno economico rischia di trasformare le società quotate in fortezze inespugnabili.

Ad avviso di chi scrive, tuttavia, non si può ignorare che l'Italia si trovi in una condizione di divario crescente rispetto ai mercati unionali ed internazionali, tanto in termini di capitalizzazione quanto di capacità di attrarre nuove IPO. In questo scenario, strumenti come il voto potenziato non sono semplicemente un'opzione, ma una leva necessaria per evitare che il nostro mercato perda definitivamente terreno rispetto ai principali competitor europei e globali.

Per queste ragioni la sfida del legislatore non può limitarsi ad ampliare la flessibilità statutaria ed ammettere l'impiego di tali strumenti: occorre affiancare a tali aperture

un sistema di tutele moderne e credibili, in grado di preservare la contendibilità e di rendere le società italiane attrattive anche per gli investitori istituzionali, la cui presenza è essenziale per colmare il gap dimensionale e di liquidità del mercato. Solamente un equilibrio tra esigenze di flessibilità e garanzie di tutela potrà trasformare l'attuale asimmetria normativa in un assetto di governance sano, competitivo ed attrattivo per i capitali internazionali.

BIBLIOGRAFIA

- F. AGOSTINI, V. NOVEMBRE, *La Direttiva in tema di azioni a voto plurimo nell'era della Capital Markets Union: cui prodest?*, in *Riv. soc.*, 2024, p. 698 ss.
- S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCiano, *La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo*, in *Quaderni giuridici Consob*, 2014, p. 9 ss.
- C. ANGELICI, *Variazioni su voto plurimo e maggiorato*, in *Giur. comm.*, 2025, I, p. 16 ss.
- E. BAJO, M. BARBI, M. BIGELLI, E. CROCI, *Bolstering Family Control: Evidence from Loyalty Shares*, in *ECGI - Finance Working Paper*, 2020, p. 3 ss.
- E. BARCELLONA, *Le migrazioni olandesi di grandi gruppi italiani: libertà di stabilimento e diritto societario imperativo*, in *Riv. soc.*, 2024, p. 610 ss.
- M. CASPERS, *Das Zukunftsfinanzierungsgesetz*, in *ZHR*, 2023, p. 20 ss.
- G. COLOMBO, *In tema di azionariato popolare*, in *Rivista del Diritto Commerciale*, 1962, I, p. 314 ss.
- L. ENRIQUES, *Concorrenza tra ordinamenti e migrazioni opportunistiche: che fare?*, in *Riv. soc.*, 2024, p. 596 ss.
- S. FORTUNATO, *La "legge capitali": the race to the bottom, ovvero ancora un passo indietro sulla tutela dei risparmiatori?*, in *Giur. comm.*, 2024, II, p. 509 ss.
- G. FRÈ, *Le azioni a voto plurimo in Italia*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, p. 489 ss.
- F. GHEZZI, F. URBANI, *Il voto multiplo nella riforma a sostegno della competitività dei mercati dei capitali*, in *Riv. soc.*, 2024, p. 663 ss.
- F. GHEZZI, F. URBANI, *Il voto plurimo nel diritto societario italiano, tra mito e realtà. Un'analisi empirica*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2025, I, p. 1 ss.
- S. GROSSMAN, O. HART, *One share/one vote and the market for corporate control*, in *NBER Working Paper No. 2347*, 1987, p. 5 ss.

- O. HART, *Imprese, contratti e struttura finanziaria*, Milano, 1998, p. 239 ss.
- K. HOPT, S. KALSS, *Multiple-voting shares in Europe - A comparative law and economic analysis*, in *ECGI, Law Working Paper No. 786*, 2024, p. 3 ss.
- H. HU, B. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in *South. Calif. L. Rev.*, 2006, p. 811 ss.
- M. JENSEN, W. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, p. 305 ss.
- M. LAMANDINI, *Qualche spunto per il legislatore delegato in tema di voto plurimo e voto maggiorato*, in *Riv. soc.*, 2024, p. 626 ss.
- F. MAGLIULO, *La nuova disciplina del voto plurimo e del voto maggiorato nella legge a sostegno della competitività dei capitali*, in *Consiglio Nazionale del Notariato*, Studio n. 40-2024/1, 2024, p. 23 ss.
- F. MARCOS, *Multiple Voting Shares/Units in Spain*, in *IE Law School Working Paper*, 2025, p. 6 ss.
- M. MAUGERI, *Corporate Governance e assemblea dei soci nella Rivista di Diritto Commerciale del Novecento*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2024, I, p. 88 ss.
- P. MONTALENTI, *La legge Capitali e la delega alla riforma del Testo Unico della Finanza: prime riflessioni*, in *Giur. comm.*, 2024, II, p. 498 ss.
- M. NEVILLE, K. SØRENSEN, *Differential voting rights in listed companies in Denmark and Sweden*, in *Nordic & European Company Law LSN Research Paper*, 2024, p. 9 ss.
- A. POMELLI, *Voto maggiorato, voto plurimo e diritto di recesso*, in *Giur. comm.*, 2024, II, p. 529 ss.
- L. SCHIUMA, *L'attrattività dei piani di fedeltà olandesi*, in *Riv. soc.*, 2024, p. 736 ss.
- A. SHLEIFER, R. W. VISHNY, *A Survey of Corporate Governance*, in *The Journal of Finance*, 1997, II, p. 737 ss.

M. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 138 ss.

U. TOMBARI, *"Azioni" e "diritto di voto" tra diritto societario e diritto del mercato finanziario. Alcune riflessioni su cinquanta anni di legislazione italiana (dalla legge n.216/1974 alla legge n.21/2024)*, in *Riv. dir. soc.*, 2025, II, p. 216 ss.

C. VIVANTE, *Progetti di riforma sul voto plurimo nelle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1925, I, p. 431 ss.

SITOGRAFIA

BORSA ITALIANA, *IPO e altre ammissioni 2010*, reperibile sul sito <https://www.borsaitaliana.it/azioni/ipoematricole/paginaipo2010.htm>.

BORSA ITALIANA, *IPO e altre ammissioni 2011*, reperibile sul sito <https://www.borsaitaliana.it/azioni/ipoematricole/pagineipo2011.htm>.

BORSA ITALIANA, *IPO e altre ammissioni 2024*, reperibile sul sito <https://www.borsaitaliana.it/azioni/ipoematricole/paginaipo2024.htm>.

C. CENGIA, A. ANNUNZIATA, G. CINGOLANI, PWC, *Novità del Listing Act e attuazione Legge Capitali*, 2025, reperibile sul sito <https://blog.pwc-tls.it/it/2025/02/17/le-novita-introdotte-dal-listing-act-e-le-recenti-novita-nellambito-del-processo-di-attuazione-della-legge-capitali/>

COMMISSIONE EUROPEA, *Commission Staff Working Document - Impact Assessment Report, SWD (2022) 762 final*, Bruxelles, 2022, reperibile sul sito <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52022SC0762>.

CONSOB, *2014 Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2014, , reperibile sul sito <https://www.consob.it/documents/11973/545079/rcg2014.pdf/6e0800af-dd08-4bcc-8728-170bb9a314ff>.

CONSOB, *Bollettino statistico Mercati*, n. 27/1, luglio 2025, reperibile sul sito <https://www.consob.it/documents/d/area-pubblica/bs27-mercati>.

CONSOB, *Bollettino statistico Mercati*, n. 28/1, gennaio 2026, reperibile sul sito <https://www.consob.it/documents/d/area-pubblica/bs28-mercati>.

CONSOB, *Bollettino statistico* n.14, giugno 2019, reperibile sul sito <https://www.consob.it/documents/1912911/1995569/bs14.pdf/7c26ffb0-f5c8-809d-159b-2612aaa969ea>.

CONSOB, *Le OPA in Italia dal 2007 al 2019*, 2021, reperibile sul sito <https://www.consob.it/documents/1912911/1955938/dp9.pdf/395d413f-5606-5cd8-8f91-c853fae2233b>.

CONSOB, *Le offerte pubbliche svolte in Italia nel periodo 2020-2023*, 2024, reperibile sul sito https://www.consob.it/documents/d/area-pubblica/or_opa-in-italia.

CONSOB, *Piano Strategico 2022-2024*, 2023, reperibile sul sito https://www.consob.it/documents/1912911/1949521/ps_2224_dic_2023.pdf/f2946233-5e96-c503-63cf-e57db1122b3c.

CONSOB, *Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane 2020*,
reperibile sul sito <https://www.consob.it/documents/1912911/1925397/rcg2020.pdf/46c62863-97b1-347a-cab1-980af54e9601>.

CONSOB, *Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane, 2021*,
reperibile sul sito <https://www.consob.it/documents/1912911/1925397/rcg2021.pdf/82c2f0a3-360a-eb16-04f2-e90c11475e11>.

CONSOB, *Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane 2022*,
reperibile sul sito <https://www.consob.it/documents/11973/545079/rcg2022.pdf/33d25582-ade3-d06b-7395-654be6cd7e43?t=1682665906755>.

CONSOB, *Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane, 2024*,
reperibile sul sito <https://www.consob.it/documents/d/area-pubblica/rcg2024>.

CONSOB, *Voto maggiorato e plurimo*, reperibile sul sito <https://www.consob.it/web/area-pubblica/quotate/voto-maggiorato-e-plurimo>.

Corte di Giustizia dell'Unione Europea, *Sentenza 3 giugno 1997 e 9 marzo 1999, C-212/97, Centros Ltd*, reperibile sul sito <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A61997CJ0212>.

Corte di Giustizia dell'Unione Europea, *Sentenza 5 novembre 2002, C-208/00, Überseering BV*, reperibile sul sito <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A62000CJ0208>.

Corte di Giustizia dell'Unione Europea, *Sentenza 30 settembre 2003, C-167/01, Inspire Art Ltd*, reperibile sul sito <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A62001CJ0167>.

Corte di Giustizia dell'Unione Europea, *Sentenza 16 dicembre 2008, C-210/06, CARTESIO*, reperibile sul sito <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A62006CJ0210>.

Corte di Giustizia dell'Unione Europea, *Sentenza 12 luglio 2012, C-378/10, VALE Építési kft*, reperibile sul sito <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:62010CJ0378>.

Corte di Giustizia dell'Unione Europea, *Sentenza 25 ottobre 2017, C-106/16, Polbud*, reperibile sul sito <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A62016CJ0106>.

Direttiva UE 2024/2810 del Parlamento europeo e del Consiglio, in G.U.U.E., L 2810, 14 novembre 2024, reperibile sul sito https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=OJ:L_202402810.

Dutch Civil Law, Codice Civile olandese, Art. 2:118 BW, reperibile sul sito <http://www.dutchcivillaw.com/civilcodebook022.htm>.

FCA N.V., *Comunicato Stampa: Approvazione della Fusione Transfrontaliera*, 2014, reperibile sul sito <https://www.media.stellantis.com/it-it/fca-archive/press/approvazione-della-fusione-transfrontaliera-che-dara-vita-a-fiat-chrysler-automobiler-n-v-f-c-a>.

FCA N.V., *Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera Fiat S.p.A. e Fiat Investments N.V.*, 2014, reperibile sul sito https://www.stellantis.com/content/dam/stellantis-corporate/archives/fca/past-corporate-transactions/merger-of-fiat-s-p-a-with-and-into-fiat-investments-n-v/Equivalent_Document_with_Annexes.pdf.

IRTOP CONSULTING, *Comunicato stampa*, 7 gennaio 2026, reperibile sul sito <https://www.irtop.com/wp-content/uploads/2026/01/2026-01-07-IRTOP-CONSULTING-CS-IPO-EGM-2025.pdf>

MEF, *Libro Verde su "La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita"*, Roma, 2022, reperibile sul sito https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/dipartimento/consultazioni_pubbliche/LibroVerde-04.pdf.

MSCI, *Indice MSCI Europe*, reperibile sul sito <https://www.msci.com/indexes/index/990500>.

Normattiva, Decreto-Legge 24 giugno 2014, n. 91, reperibile sul sito <https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legge:2014;91>.

OECD, *Capital Market Review of Italy 2020: Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers*, 2020, reperibile sul sito https://www.oecd.org/en/publications/oecd-capital-market-review-of-italy-2020_8443f95a-en.html.

M. PASSADOR, *Game of Votes: Loyalty Shares and the New Battleground for Corporate Control*, 2024, reperibile sul sito <https://ssrn.com/abstract=5024879>.

M. PASSADOR, *Game of Votes: The Lifecycle Effects of Tenure Voting*, 2025, reperibile sul sito <https://ssrn.com/abstract=5223830>.

M. PASSADOR, *Sunset Clauses in Tenure Voting Structures: When Corporate Power Faces the Inevitable Twilight*, 2025, reperibile sul sito <https://ssrn.com/abstract=5330905>.

F. PICCO, V. PONZIANI, G. TROVATORE, M. VENTORUZZO, *Le OPA in Italia dal 2007 al 2019*, 2021, reperibile sul sito <https://www.consob.it/documents/1912911/1955938/dp9.pdf/395d413f-5606-5cd8-8f91-c853fae2233b>.

SHEARMAN & STERLING ISS - ECGI, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, 2007, reperibile sul sito <https://www.ecgi.global/>.

M. TONONI, *Discorso del presidente*, Assemblea biennale Assonime, 2025, reperibile sul sito https://www.assonime.it/Eventi/Documents/Discorso%20pres%2025_TONONI_def.pdf.

Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), Capo 2, articoli 49 ss., in *Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea*, C 326, 2012, p. 67 ss., reperibile sul sito <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/TXT/PDF/?uri=CELEX:12012E/TXT>.

Unione Europea, *Undicesima direttiva 89/666/CEE del Consiglio, del 21 dicembre 1989*, reperibile sul sito <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A31989L0666>.

